

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ve BANKACILIK
DOKTORA PROGRAMI

İMKB'DE HALKA ARZ UYGULAMALARI VE ANALİZİ

NAMIK KEMAL GÖKALP

DOKTORA TEZİ

TEZ DANIŞMANI:
Prof. Dr. NURGÜL CHAMBERS

İSTANBUL – HAZİRAN 2010

ÖNSÖZ

Halka arz konusunun finansman bilgisi alanında özel bir yeri olduğundan hareket ile bu doktora tezi çalışmasına başlamamda bu konuda derinlemesine ampirik çalışmaların az bulunurluğu da rol oynamıştır. Yıllardır sermaye piyasalarında çalışıyor olmam ile danışmanımın beni tez konusu hakkında teşvik etmesi, bu yöndeki bilgi ve deneyim birikimimi olumlu yönde kullanmamda yardımcı olmuştur. Lakin tez çalışmasının sonunda benim bilgi ve deneyimlerime sağladığı katkı, başlangıçta tahmin edebildiğim üzerinde bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Bu vesile ile akademik çalışmalarında önemli rolü ve desteği olan değerli bilim insanı Profesör Doktor İlhan ULUDAĞ ile tez çalışmasında yol gösterici yardımlarını ve kaynakların temininde desteklerini esirgemeyen tez danışmanım, hocam Profesör Doktor Nurgül CHAMBERS'a teşekkürlerimi borç bilirim. Babam Doktor Nuri GÖKALP, annem Hatice Gökalp başta olmak üzere benden anlayışlarını ve yardımlarını esirgemeyen eşim Sibel Gökalp ve kızlarım Nisa Nur ile Esmâ Sena'ya sonsuz teşekkür ederim.

İstanbul, Haziran 2010

Namık Kemal GÖKALP

ÖZET

Halka Arz uygulamaları ülkenin kalkınmasında, finansal piyasanın sermaye piyasasından beslenmesinde ve kurumsal yönetimin gelişmesinde önemli rol oynar. Çalışmanın amacı İMKB’de halka arz uygulamalarını analiz etmektir. Çalışmada toplam hasılat ve yatırımcı sayısının halka arz uygulamalarının başarı koşullarının belirleyicileri olduğu, bu koşulları da halka arz şekli, mali başarı ve son halka açılma oranı faktörlerinin betimlediği bulunmuştur. Hiyerarşik yapıda kademeli bir araştırma modeli ile şirketlerin mali başarılarına yönelik bilgilerin yatırımcı ilişkilerinde yol açtığı asimetrinin önemi ortaya konulmuştur. Araştırmada Frekans analizi, Korelasyon analizi, çoklu regresyon (doğrusal) analizi, tek yönlü varyans analizi ANOVA ve çoklu karşılaştırma analizleri (Scheffe ve LSD) yapılmış olup verilerin işlenmesinde SPSS Versiyon 16 bilgisayar paket programı kullanılmıştır.

ABSTRACT

Public Offerings play paramount role in national development, in supporting of financial markets through capital markets and in improvement of institutional governance. The purpose of this study is to analyze the public offering applications in Istanbul Stock Exchange (ISE). It is determined that the success factors of public offerings applications are the total revenue and number of investors where these determiners are found to be defined by the way of public offering, capital success and last public offering ratio. A hierarchical research model is applied to find the importance of asymmetrical information on capital success of the firms in investors relations. Study carried frequency analyses, correlation analyses, multiple linear regression analyses, one way variance ANOVA analyses and multiple comparison tests (Scheffe ve LSD) by using SPSS (Statistical Package for Social Science) Version 16.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
KISALTMALAR	xv
GİRİŞ	1
1. HALKA ARZ VE HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKET	5
1.1. SERMAYE PİYASASI.....	5
1.1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı.....	5
1.1.2. Sermaye Piyasası Kurumları.....	7
1.1.2.1. Aracı Kuruluşlar	8
1.1.2.2. Yatırım Ortaklıkları	10
1.1.2.3. Yatırım Fonları	11
1.1.2.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar	12
1.1.3. Sermaye Piyasası Araçları	13
1.1.3.1. Hisse Senetleri	14
1.1.3.2. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri	15
1.1.3.3. Katılma İntifa Senetleri	17
1.1.3.4. Oydan Yoksun Hisse Senetleri.....	17
1.1.3.5. Tahviller	19
1.1.3.6. Tahvil Türleri	19
1.2. SERMAYE PİYASASININ FİNANS SİSTEMİ İÇİNDEKİ YERİ	23
1.2.1. Türkiye’deki Menkul Değer Stoklarının Gelişimi.....	29
1.2.2. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Kaynak Aktarmadaki Rolü	31
1.2.3. Ekonomik Kalkınmada Sermaye Piyasasının Rolü	43
1.2.4. Menkul Kıymet Borsalarının Ekonomik Büyümeye Etkisi.....	48
1.3. HALKA ARZ VE HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKET	52
1.3.1. Halka Arz Kavramı	52
1.3.1.1. İhraç ve İhraççı Kavramlarının Tanımı	58
1.3.1.2. Halka Arz ve İhracın Sermaye Piyasası Kanunundaki Yeri....	59
1.3.2. Halka Arz Yapabilecek Şirketler	59
1.3.2.1. Anonim Şirketler	60
1.3.2.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler	63
1.3.2.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar	63
1.3.3. Halka Arza Aracılığın Esasları	64
1.3.3.1. Halka Arza Aracılıkta Sınırlamalar	65
1.3.3.2. Halka Arz Aracılık Sözleşmesi	66

1.3.3.3. Halka Arza Aracılık Eden Aracı Kuruluşların Yükümlülükleri	68
1.3.3.4. Halka Arzın Sınırları	69
1.3.3.5. İzinsiz Halka Arz ve Yaptırımları	69
1.3.3.6. Halka Arzda İşlem Yasağı.....	70
1.3.3.7. Halka Açıklanan Konularda Meydana Gelen Değişiklikler....	70
1.3.3.8. Halka Açık Anonim Şirketlerin Tabi Oldukları Hükümler.....	70
1.4. ŞİRKETLERDE HALKA ARZ KARAR AŞAMASI.....	71
1.4.1. Halka Açılmanın Şirketler Açısından Önemi	71
1.4.2. Şirketlerin Halka Açılma Nedenleri	73
1.4.3. Halka Arz'da Yeterli Büyüklük	75
1.4.4. Halka Arz'da Pazarlama	76
1.4.5. Halka Arz'da Elde Edilecek Gelirler	76
1.4.6. Halka Arz'da Şirketin Yönetim Ekibi	76
1.4.7. Halka Arz'da Şirketin Büyüme Potansiyeli.....	76
1.4.8. Halka Arz'da Şirketin Ürünleri ve Hizmetleri.....	77
1.5. HALKA AÇILMADA KAR PAYI ÖDEMELERİ DÜZENLERİ.....	77
1.5.1. Kar Payı Etkisizliği Teorisi.....	78
1.5.2. Kar Payı Bulmacası	80
1.5.3. Şirketlerin Kar payı Ödeme Gereçlerine İlişkin Görüşler	81
1.5.3.1. Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi	81
1.5.3.2. Muhasebenin Yönlendirilmesine Kapalı Olma	82
1.5.3.3. Davranışsal Finans	82
1.5.3.4. İşlem Maliyetleri	83
1.5.3.5. Vergi Açısından Yatırımcı Tercihi.....	84
1.5.3.6. Asimetrik Bilgi ve Nakit Akım İşaretleri Hipotezi	84
1.5.3.7. Serbest Nakit Akımı ve Fazla Yatırım	86
1.5.3.8. Temsil Maliyetleri	87
1.5.3.9. Diğer Kar Payı Teorileri.....	88
1.6. HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN İŞLEM GÖRECEKLERİ PAZARLAR VE HALKA ARZDA MALİYETLER.....	88
1.6.1. İMKB'de Hisse Senedi Pazarları	89
1.6.1.1. Ulusal Pazar.....	89
1.6.1.2. İkinci Ulusal Pazar	89
1.6.1.3. Yeni Ekonomi Pazarı.....	90
1.6.2. İMKB'de Özel Amaçlı Pazarlar	90
1.6.2.1. Gözaltı Pazarı	90
1.6.2.2. Toptan Satışlar Pazarı.....	91
1.6.2.3. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı	91
1.6.2.4. Resmi Müzayedeler Pazarı	91
1.6.2.5. Kusura İşlemleri Pazarı	92
1.6.3. Halka Arzda Maliyetler	92
1.6.3.1. Aracı Kurumlara Ödenen Ücretler	92
1.6.3.2. SPK'na Ödenen Ücretler	92
1.6.3.3. İMKB'ye Ödenen Ücretler	93
1.6.3.4. Diğer Maliyet Unsurları	93

1.7. İMKB'DE PERFORMANS, DEĞERLEME, HALKA AÇILMA NEDENLERİ VE MALİYETLERİ (VAK'A ANALİZİ).....	94
1.7.1. Şirketlerin Hisse Performanslarının Analizi.....	94
1.7.2. Şirketlerin Finansal Performanslarının Analizi	95
1.7.3. Değerleme Raporu ve Değerleme Uzmanı	98
1.7.4. Şirketlerin Halka Açılma Nedenleri	100
1.7.4.1. Sermaye İhtiyacı.....	102
1.7.4.2. Hisse Senetlerinin Pazarlanabilirliğini Arttırma	102
1.7.4.3. Vergi Avantajları.....	103
1.7.4.4. Likidite Avantajı.....	103
1.7.4.5. Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi	103
1.7.4.6. Sermaye Kullanımında Etkinliğin Arttırılması	104
1.7.4.7. Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınma.....	104
1.7.4.8. Kurumsallaşma.....	105
1.7.4.9. İkincil Halka Arz İmkanı.....	105
1.7.5. Şirketlerin Halka Açılma Maliyetleri	106
1.8. HALKA ARZDA ARACILIK, YÖNTEM ve SATIŞ TÜRLERİ.....	110
1.8.1. En İyi Gayret Aracılığı	110
1.8.2. Aracılık Yüklenimi	110
1.8.3. Halka Arz Yöntemleri.....	112
1.8.3.1. Mevcut Hissedarların Hisse Senetlerini Halka Arz Etmeleri	112
1.8.3.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı	113
1.8.3.3. Her İki Yönteminin Birlikte Kullanılması.....	114
1.8.4. Halka Arzda Satış Yöntemleri	114
1.8.4.1. Talep Toplama Yöntemi.....	117
1.8.4.2. Talep Toplamadan Satış Yöntemi	117
1.8.4.3. Borsada Satış Yöntemi	118
1.8.4.4. Belirli Satış Yöntemlerine Uyuma Zorunluluğu Bulunan İhraççılar	118
2. İMKB'DE BİR ŞİRKETİN HALKA AÇILMA SÜRECİ.....	120
2.1. HALKA ARZ SÜRECİ.....	120
2.1.1. Halka Açılmada Ön Hazırlık	122
2.1.2. Başvuru	122
2.1.3. Kurul'un Borsadan Görüş İstemesi	122
2.1.4. SPK ve İMKB Uzmanlarının İncelemeleri.....	123
2.1.5. Ön Talep Toplama	123
2.1.6. Sermaye Piyasası Kurulu'na Görüş Gönderilmesi	123
2.1.7. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması.....	123
2.1.8. Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesi	124
2.1.9. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi	124
2.1.10. Şirket Hisse Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi.....	125
2.1.11. Borsada İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri	125
2.1.11.1. Finansal Bilgiler	125
2.1.11.2. Finansal Olmayan Bilgiler.....	127
2.2. HALKA AÇILMADA ÖN HAZIRLIKLAR.....	128
2.2.1. Aracı Kuruluş İle Yapılan Aracılık Sözleşmesi.....	129

2.2.2. Ana Sözleşmenin Tadili.....	131
2.2.3. Bağımsız Denetçi Raporu	132
2.2.4. Değerleme Raporu	133
2.2.5. Halka Arz Gelirinin Kullanımı	135
2.3. HALKA AÇILAN ŞİRKETLERDE KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	136
2.3.1. Değerleme Teorisine Genel Bakış	136
2.3.1.1. Genel Kullanım Teorisi	137
2.3.1.2. Emek Değer Teorisi.....	137
2.3.1.3. Marjinal Fayda Teorisi	138
2.3.2. Değerleme Yaklaşımları	142
2.3.2.1. Maliyet Yaklaşımı	142
2.3.2.2. Gelir Yaklaşımı	143
2.3.2.3. Piyasa Yaklaşımı	143
2.3.3. Şirket Değerlemesinde Kullanılan Analizler	144
2.3.3.1. Teknik Analiz	144
2.3.3.2. Temel Analiz	144
2.3.3.3. Modern Yaklaşımlar.....	145
2.3.4. Şirket Değerleme Yöntemleri	147
2.3.4.1. Ticari Karlılık Analizi	149
2.3.4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	150
2.3.4.3. Kar Payı Verimi Yöntemi.....	162
2.3.4.4. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi.....	166
2.3.4.5. Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı Yöntemi.....	170
2.3.4.6. Fiyatın Nakit Akımına Oranı Yöntemi.....	171
2.3.4.7. Defter Değeri	171
2.3.4.8. Net Aktif Değer	173
2.3.4.9. Tasfiye Değeri	176
2.3.4.10. Yeniden Yapma Değeri	177
2.3.4.11. Emsal Değer	177
2.3.4.12. İşleyen Teşebbüs Değeri	178
2.3.4.13. Net Gelir Yaklaşımı.....	179
2.3.4.14. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	181
2.3.4.15. Geleneksel Yaklaşım.....	182
2.3.4.16. Modigliani-Miller Yaklaşımı	182
2.4. HALKA ARZ BAŞVURUSU SPK VE İMKB İNCELEMELERİ	184
2.4.1. SPK ve İMKB'ye Başvuru	184
2.4.2. SPK ve İMKB İncelemeleri	186
2.4.2.1. SPK'nun İncelemeleri	186
2.4.2.2. İMKB'nin İncelemeleri	190
2.4.3. İMKB Görüşününün Gönderilmesi	192
2.4.4. SPK Kaydına Alınma.....	192
2.4.5. İzahnamenin Tescili ve İzahname ile Sirküler İlanı	192
2.5. HALKA ARZ TALEBİNİN TOPLANMASI SATIŞ VE SONUÇ İŞLEMLERİ	201
2.5.1. Ön Talep Toplama Faaliyetleri	201
2.5.2. Talep Toplanması	202

2.5.3. Satış Sonuçlarının İMKB'ye Verilmesi.....	202
2.5.4. Borsa Yönetim Kurulu'nun Nihai Kararı	202
2.5.5. Borsa'da İşlem Görmeye Başlanması.....	202

3. İMKB'DE HALKA ARZ UYGULAMALARININ ANALİZİ 204

3.1. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ.....	204
3.1.1. Araştırma Modeli.....	204
3.1.2. Araştırmanı Amacı ve Araştırma Soruları	205
3.1.3. Veri Toplama	206
3.1.4. Araştırma Değişkenleri	207
3.1.5. Varsayımlar ve Sınırlılıklar	207
3.1.6. Kullanılan Analiz Yöntemleri.....	208
3.1.7. Önceki Araştırmalar.....	209
3.2. İMKB'DE PİLOT ÇALIŞMA	210
3.2.1. İMKB'de Halka Arz, Aracılık ve Satış Yöntemlerinin Analizi.....	210
3.2.1.1. Halka Arz Yöntemlerinin Analizi	210
3.2.1.1.1. Mevcut Hissedarların Hisse Senetlerini Halka Arz Etmeleri.....	211
3.2.1.1.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı	213
3.2.1.1.3. Her İki Yönteminin Birlikte Kullanılması	216
3.2.1.2. Halka Arza Aracılık Türlerinin Analizi.....	219
3.2.1.2.1. En İyi Gayret Aracılığı.....	219
3.2.1.2.2. Aracılık Yüklenimi.....	222
3.2.1.3. Halka Arz'da Satış Yöntemlerinin Analizi	232
3.2.1.3.1. Talep Toplama Yöntemi	232
3.2.1.3.2. Talep Toplamadan Satış Yöntemi.....	237
3.2.1.3.3. Borsada Satış Yöntemi.....	237
3.2.1.3.4. Direkt Satış Yöntemi.....	239
3.2.2. İMKB Halka Arz Görüşleri	243
3.2.2.1. Değerleme Raporu ve Değerleme Uzmanı.....	244
3.2.2.2. Sermaye İhtiyacı.....	245
3.2.2.3. Vergi ve Likidite Avantajları	245
3.2.2.4. Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi	246
3.2.2.5. Sermaye Kullanımında Etkinliğin Arttırılması	247
3.2.2.6. Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınma.....	248
3.2.2.7. Kurumsallaşma.....	248
3.2.2.8. İkincil Halka Arz İmkânı.....	249
3.2.2.9. Şirketlerin Halka Açılma Maliyetleri	249
3.2.3. Araştırma Değişkenlerinin Belirlenmesi	251
3.3. İMKB'DE HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN DURUM ANALİZİ	251
3.3.1. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Özellikleri.....	252
3.3.2. Frekans Analizleri.....	252
3.3.3. Korelasyon Analizi	258
3.3.4. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri ve Belirleyicileri için Çoklu Regresyon Analizleri.....	260

3.3.5. Halka Arz Uygulamaları Başarısını Betimleyicilerin Serbest (Diğer) Araştırma Değişkenlerine Göre Farklılaşmaları.....	266
3.3.5.1. Halka Arz Şekli'nin Serbest (Diğer) Değişkenlere Göre Farklılaşması	266
3.3.5.2. Mali Başarı'nın Serbest (Diğer) Değişkenlere Göre Farklılaşması	271
3.3.5.3. Son Halka Açılma Oranı'nın Serbest (Diğer) Değişkenlere Göre Farklılaşması	271
3.3.6. Mali Stratejinin Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri Arasındaki Önemi ve Rolü	276
3.4. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	279
3.4.1. Pilot Çalışma ve Araştırmanın Seçilmiş Değişkenlerinin Değerlendirilmesi	279
3.4.2. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri ve Belirleyicileri için Çoklu Regresyon Analizleri Sonuçlarının Değerlendirilmesi	282
3.4.3. Halka Arz Uygulamaları Başarısını Betimleyicilerin Serbest (Diğer) Araştırma Değişkenlerine Göre Farklılaşma Analizleri Sonuçlarının Değerlendirilmesi	283
3.4.4. Mali Stratejinin Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri Arasındaki Önemi ve Rolünün Değerlendirilmesi	285
SONUÇ.....	287
KAYNAKÇA	292

TABLolar LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1. Ortaklık Yapılarına Göre Aracı Kuruluş Sayıları.....	9
Tablo 1.2. Ekonomik Göstergeler (2007)	10
Tablo 1.3. A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları	12
Tablo 1.4. Gelişmiş Ülke Borsalarının Piyasa Değeri	25
Tablo 1.5. Dünyada Borsaya Kote Olan Şirket Sayısı.....	26
Tablo 1.6. Gelişmekte olan Ülkelerin Borsalarının Piyasa Değeri.....	27
Tablo 1.7. Gelişmekte olan Ülkelerin Borsalarında Halka Açık Şirket Sayısı.....	28
Tablo 1.8. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatırım Fonları/GSYİH	29
Tablo 1.9. Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Sektörel Dağılımı	30
Tablo 1.10. Özel ve Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	30
Tablo 1.11. Borsada Karşılaştırmalı İşlem Hacmi	31
Tablo 1.12. Şirketlerin Piyasa değerlerinin Öz Sermayelerine Oranı.....	95
Tablo 1.13. İMKB’deki Şirketlerin Performansları (2008)	97
Tablo 3.1. Ortak Satışı Yöntemi İle Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yöntemleri.....	211
Tablo 3.2. Ortak Satışı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Satış Yöntemleri	212
Tablo 3.3. Ortak Satışı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri.....	212
Tablo 3.4. Sermaye Artırımı Yöntemi İle Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yöntemleri.....	214
Tablo 3.5. Sermaye Artırımı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri.....	215
Tablo 3.6. Sermaye Artırımı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri.....	215
Tablo 3.7. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanıldığı Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yöntemleri.....	216
Tablo 3.8. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanıldığı Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri.....	217
Tablo 3.9. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanıldığı Halka Arzlarda Arz Verileri	217
Tablo 3.10. En İyi Gayret Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri.....	220
Tablo 3.11. En İyi Gayret Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri	221
Tablo 3.12. En İyi Gayret Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri	221
Tablo 3.13. Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri.....	222
Tablo 3.14. Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri	223
Tablo 3.15. Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri	224
Tablo 3.16. Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri.....	225

Tablo 3.17. Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri	225
Tablo 3.18. Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri	226
Tablo 3.19. Halka Arzda Aracılık Yöntemleri.....	229
Tablo 3.20. Halka Arzda Aracılık Yöntemleri Hacimleri.....	231
Tablo 3.21. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntem ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri.....	232
Tablo 3.22. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntem ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri.....	233
Tablo 3.23. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntem ile Yapılan Halka Arzlarda Veriler.....	234
Tablo 3.24. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri	235
Tablo 3.25. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri	235
Tablo 3.26. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri.....	236
Tablo 3.27. Borsada Satış Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Kullanılan Aracılık Yüklenimleri Dağılımı	237
Tablo 3.28. Borsada Satış Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri.....	238
Tablo 3.29. Borsada Satış Yöntemi ile Yapılan Halka Arzların Arz Verileri.....	239
Tablo 3.30. Halka Arzlarda Hisse Senedi Satış Yöntemleri	240
Tablo 3.31. İlk Halka Arzlarda Satış Yöntemleri	241
Tablo 3.32. Halka Arzlarda Hisse Senedi Satış Yöntemlerinin Hacimleri	242
Tablo 3.33. Halka İlk Kez Arzda Hisse Senetlerinin Fiyatını Belirlemede Değerleme Yöntemlerinin Hangisinin Ağırlıklı Olarak Kullanıldığı ...	244
Tablo 3.34. Halka Açılan Şirketlerin Finansal Beklentilerinin Gerçekleşme Oranı	245
Tablo 3.35. Vergi İstisnalarından Yararlanma ve Şirket Hisse Senetlerine Likidite Kazandırma	246
Tablo 3.36. Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Kimin/Kimlerin Belirlediği Hakkında Şirket Görüşleri.....	247
Tablo 3.37. Halka Açılan Şirketlerin Almış Oldukları Kredinin Maliyetine Olan Etkileri.....	247
Tablo 3.38. Halka Açılan Şirketlerin Bilinirliğini Arttırmaya Katkısının Gerçekleşme Oranı	248
Tablo 3.39. Halka Açılmanın Şirketin Kurumsallaşma Sürecine Katkısının Oranı	248
Tablo 3.40. Halka Açılmada Şirketlerin Özkaynağını Güçlendirme Dışındaki En Önemli Beklentileri	249
Tablo 3.41. Halka Açılmada Şirketlerin Arz Maliyetinin Halka Arz Tutarına Oranı	250
Tablo 3.42. Halka Açılmada Şirketlerin Arz Maliyeti Hakkındaki Görüşleri	250
Tablo 3.43. Yıl Önce Değişkeni Dağılım Değerleri	253
Tablo 3.44. Halka Arz Şekli Değişkeni Dağılım Değerleri	253
Tablo 3.45. Aracılık Şekli Değişkeni Dağılım Değerleri.....	254
Tablo 3.46. Satış Yöntemi Değişkeni Dağılım Değerleri	254
Tablo 3.47. Halka Arz Oranı Değişkeni Dağılım Değerleri	255
Tablo 3.48. Toplam Hasılat Değişkeni Dağılım Değerleri	255

Tablo 3.49. Yatırımcı Sayısı Değişkeni Dağılım Değerleri.....	256
Tablo 3.50. Yatırımcı Başına Düşen Hasılat Değişkeni Dağılım Değerleri	256
Tablo 3.51. Mali Başarı Değişkeni Dağılım Değerleri	257
Tablo 3.52. Son Halka Açılma Oranı.....	258
Tablo 3.53. Korelasyon Analizi	259
Tablo 3.54. Çoklu Regresyon Modelleri Analizleri.....	261
Tablo 3.55. Seçilmiş Bağımlı Değişkeni Toplam Hasılat olan Çoklu Regresyon Modeli Bağımsız Değişkenleri ve Katsayıları	262
Tablo 3.56. Seçilmiş Bağımlı Değişkeni Yatırımcı Sayısı olan Çoklu Regresyon Modeli Bağımsız Değişkenleri ve Katsayıları	263
Tablo 3.57. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Belirleyicileri ve Betimleyicileri	264
Tablo 3.58. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicilerinin Farklılaşma Karar Matrisi	266
Tablo 3.59. Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları.....	267
Tablo 3.60. Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma LSD Testi Sonuçları.....	268
Tablo 3.61. Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşması.....	268
Tablo 3.62. Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları.....	269
Tablo 3.63. Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma LSD Testi Sonuçları.....	270
Tablo 3.64. Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşması.....	271
Tablo 3.65. Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları.....	272
Tablo 3.66. Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma Scheffe Testi Sonuçları.....	273
Tablo 3.67. Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşması....	274
Tablo 3.68. Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları.....	274
Tablo 3.69. Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma Scheffe Testi Sonuçları.....	275
Tablo 3.70. Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşması	276
Tablo 3.71. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları.....	277
Tablo 3.72. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma Scheffe Testi Sonuçları.....	278

Tablo 3.73. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na Göre Farklılaşması.....	278
Tablo 3.74. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicilerinin Farklılaşma Karar Matrisi	283
Tablo 3.75. Halka Arz Şekli'ne Göre Toplu Değerlendirme	284
Tablo 3.76. Son Halka Açılma Oranı'na Göre Toplu Değerlendirme	284
Tablo 3.77. Mali Başarı'ya Göre Toplu Değerlendirme	286

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. Sermaye Piyasasında Kaynakların Dağılımı.....	33
Şekil 1.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Teorik İlişki	36
Şekil 1.3. Türkiye’de Piyasa Kapitalizasyonu ile GSYİH Arasındaki İlişki	44
Şekil 3.1. Araştırma Modeli	205
Şekil 3.2. Halka Arz Yöntemi Dağılımları (1990-2006).....	219
Şekil 3.3. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Belirleyicileri ve Betimleyicileri ..	265

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
APM	Arbitrage Pricing Model
ASO	Ankara Sanayi Odası
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
FVAÖK	faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HDT	Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller
HSP	Hisse Senetleri Piyasası
ICFAI	The Institute of Chartered Financial Analysts of India
IMF	International Monetary Fund
ISE	Istanbul Stock Exchange
İ.İ.B.F.	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
İSMMM	İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası
KİS	Katılma İntifa Senetleri
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme
KZOB	Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi
NBER	The National Bureau of Economic Research
NIRI	National Investor Relations Institute
OYHS	Oydan Yoksun Hisse Senetleri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
WFE	World Federation of Exchanges (Dünya Borsalar Federasyonu)
\$	Amerikan Doları

GİRİŞ

Özellikle sınırların kalktığı ve sermaye hareketlerinin oldukça geniş çapta serbestleştiği, uluslararası yatırımların ülkeler için büyük önem arz ettiği günümüzde bir taraftan para piyasalarının sermaye piyasalarını desteklediği diğer taraftan sermaye piyasalarının finans piyasalarını desteklediği halka arz uygulamaları üzerinde yapılan araştırmalar derinlik kazanmaktadır. Bu özellikleri ile sosyo-teknik bir sistem niteliği taşıdığı düşünülen halka arz konusunun İMKB uygulamaları çerçevesinde incelenmesi, ülkemizin ekonomik kalkınması ve gelişmesi açısından da ayrıca önem arz eden bir konu olma özelliğini korumaktadır.

Çalışmanın amacı İMKB’de halka arz uygulamalarını ele almak ve analiz etmektir. Bu amaca yönelik olarak iki araştırma sorusunu cevaplamak hedeflenmiştir: (1) Halka arz uygulamalarının başarı koşulları hangi unsurlara dayanmaktadır? (Halka arz başarısının belirleyicileri nelerdir?) ve (2) Halka arz başarısının belirleyicilerini betimleyen unsurlar nelerdir? (Halka arzın başarısının betimleyicileri nelerdir?). Bu araştırma sorularına bağlı olarak iki araştırma alt sorusu da geliştirilmiştir: (1) Halka arzın başarısının belirleyicileri nelerden etkilenmektedir? ve (2) Son halka arz oranı sermayeye dayalı mali başarıdan etkilenmekte midir?

Çalışmanın, uygulamalarından hareket ile önemli finansman yöntemlerinden olan halka arzın başarı koşullarını belirlemeyi ve bu yönde çalışan betimleyicilerin analizini amaçlamış olması alandaki çalışmalara temel oluşturması ve gelecekteki çalışmalara ışık tutabilme özelliği açısından önemlidir.

Çalışma halka arz konusunun finansman alanındaki çok sınırlı sayıdaki çalışmalardan birisi olarak bir gereksinimin giderilmesi açısından da ayrıca önemli sayılabilir.

Ayrıca çalışmanın, halka arz konusunda düzenleyici ve denetleyici kurumların faaliyet alanlarını aşarak şirketler için yatırımcı ilişkilerindeki itibar konusuna yönlenebilmeleri açısından bir anlayışın gelişmesini teşvik etmiş olması ile de önemli olduğu kabul edilebilir. Çalışmanın önemi hisse senedi değerlemesinin

ötesine geçerek yatırımcılar ile halka açılan şirketin mali başarı bilgileri arasındaki bilgi asimetrisine ışık tutulmuş olmasından kaynaklanmaktadır. Böylece daha başarılı halka arz uygulamaları yapmak isteyen şirketler ve tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyen yatırımcılar açısından daha güvenli ve gelişmiş halka arz uygulamalarına zemin hazırlanmış olma amacına hizmet edilmiştir.

Halk arz ve halka açık anonim şirket konusunun işlendiği çalışmanın birinci bölümünde öncelikle sermaye piyasası (tanımı, kurumları ve araçları) ve bu piyasanın finans sistemi içerisindeki yeri (ülkemizde menkul değer stoklarının gelişimi ve sermaye piyasasının reel sektöre kaynak aktarmadaki rolü ile sermaye piyasasının ve menkul kıymet borsalarının ekonomik kalkınmadaki rolü ve ekonomik büyümeye etkisi) ele alınmıştır. Sonra, halka arz ve halka açık anonim şirket kavramları (halka arz kavramı, halka arz yapabilecek şirketler ve halka arza aracılığın esasları konuları) çalışılarak şirketlerde halka arz karar aşaması (halka açılmanın önemi, nedenleri, yeterli büyüklük, pazarlama, elde edilecek gelirler ile şirketin yönetim ekibi, büyüme potansiyeli, ürünleri ve hizmetleri konuları) ve halka açılmada kar payı ödemeleri düzenleri (kar payı etkisizliği teorisi, kar payı bulmacası ile şirketlerin kar payı ödeme gerekçelerine ilişkin görüşler) üzerinde durulmuştur. Daha sonra, halka açık şirketlerin işlem görecekları pazarlar (İMKB’de hisse senedi pazarları ve özel amaçlı pazarlar) ve halka arzda maliyetler ile İMKB verileri vak’a çalışmasında performans, değerlendirme, halka açılma nedenleri ve maliyetleri konuları çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde halka arz süreci bağlamında (1) halka açılmada ön hazırlık, (2) başvuru, (3) Kurul'un borsadan görüş istemesi, (4) SPK ve İMKB uzmanlarının incelemeleri, (5) ön talep toplama, (6) Sermaye Piyasası Kurulu’na görüş gönderilmesi, (7) hisse senetlerinin kurul kaydına alınması, (8) hisse senetlerinin halka arz edilmesi, (9) satış sonuçlarının bildirilmesi, (10) şirket hisse senetlerinin borsada işlem görmesi ve (11) borsada işlem gören şirketlerin yükümlülükleri; ön hazırlıkları bağlamında (1) aracı kuruluş ile yapılan aracılık sözleşmesi, (2) ana sözleşmenin tadili, (3) bağımsız denetçi raporu, (4) değerlendirme raporu ve (5) halka arz gelirinin kullanımı ve kullanılan değerlendirme yöntemleri (değerleme teorisi ve yaklaşımları ile kullanılan analizler ve yöntemler) ile başvuru

sırasında SPK ve İMKB incelemeleri (SPK ve İMKB'ye başvuru ve incelenmeleri ile İMKB görüşü ile SPK kaydına alınma üzerine izahnamenin tescili ve izahname ile sirküler ilanı) konularının yanı sıra halka arz talebinin toplanması satış ve sonuç işlemleri (ön talep ve talep toplama, satış sonuçlarının İMKB'ye verilmesi, İMKB Yönetim Kurulu'nun nihai kararı üzerine İMKB'de işlem görmeye başlanması) ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde araştırma yöntemi, İMKB betimleyici pilot çalışma, İMKB'de halka açık şirketlerin durum analizi ve analiz sonuçlarının değerlendirilmesi yapılmıştır. Araştırma yöntemi araştırmanın modeli, amacı ve soruları; veri toplama ile araştırma değişkenleri; varsayımlar ve sınırlılıklar ile kullanılan analiz yöntemleri gibi konuları kapsamaktadır. İMKB'de pilot çalışma ise araştırmanın uygulama bölümünün kapsamını ve hedefini yerinde ve uygun şekilde tasarlayabilmek için literatür bilgileri ile uygulama bilgileri arasında köprü oluşturabilecek nitelikte tasarlanarak yürütülmüştür. Önce İMKB halka arz, aracılık ve satış yöntemleri verileri bu amaca yönelik olarak düzenlenerek incelenmiştir. Sonra şirketlerin görüşleri tarama (*survey*) yöntemi ile araştırma amacı açısından araştırma alanının taranmasına yönelik anket tekniği kullanılarak yürütülmüştür.

Üçüncü bölümde daha sonra İMKB'de halka açık şirketlerin durum analizleri (halka arz uygulamaları başarısının özellikleri, frekans analizleri, seçilmiş değişkenler arasında halka arz uygulamaları başarısının belirleyicilerini ve bunların betimleyicilerini incelemek üzere korelasyon analizi ve çoklu regresyon analizi türünden ilişki analizleri) yapılmıştır. Son olarak da pilot çalışma ve araştırmanın değişkenlerinin seçilmesine yönelik sonuçların; halka arz uygulamaları başarısının betimleyicileri ve belirleyicileri için çoklu regresyon analizleri sonuçlarının; halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerin serbest (diğer) araştırma değişkenlerine göre farklılaşma analizlerinin sonuçlarının; mali stratejinin halka arz uygulamaları başarısının belirleyicileri arasındaki önemi ve rolü üzerine analiz sonuçlarının değerlendirilmesi yapılmıştır.

Araştırmada frekans analizi, korelasyon analizi, çoklu regresyon (doğrusal) analizi, tek yönlü varyans analizi ANOVA ve çoklu karşılaştırma analizleri (Scheffe

ve LSD) yapılmış olup verilerin işlenmesinde SPSS (Statistical Package for Social Sciences) Versiyon 16 bilgisayar paket programı kullanılmıştır.

1. HALKA ARZ VE HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKET

Halk arz ve halka açık anonim şirket konusunun işlendiği çalışmanın birinci bölümünde öncelikle sermaye piyasası ve bu piyasanın finans sistemi içerisindeki yeri ele alınmıştır. Sonra, halka arz ve halka açık anonim şirket kavramları çalışılarak şirketlerde halka arz karar aşaması ve halka açılmada kar payı ödemeleri düzenleri üzerinde durulmuştur. Daha sonra, halka açık şirketlerin işlem görecekları pazarlar ve halka arzda maliyetler, performans, değerlendirme, halka açılma nedenleri ve maliyetleri konuları çalışılmıştır. Çalışmanın birinci bölümü halka arzda aracılık konusunu, ayrıca yöntem ve satış türlerinin hem kavramsal olarak hem de İMKB'deki uygulamalarının analiz edilmesini kapsamıştır.

1.1. SERMAYE PİYASASI

Sermaye piyasasının işlendiği bu bölümde bu piyasanın tanımı, kurumları ve araçları ele alınmaktadır.

1.1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı

Dünyada sermaye piyasaları uluslararası çapta geniş bir etkinlik kazanmakta ve giderek daha fazla önemli hale gelmektedirler.¹ Finansal piyasalar, "bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasındaki fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukukî ve idari kurallardan oluşan organik doku"² olarak tanımlanmakta ve "para piyasaları" ile "sermaye piyasaları" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.³ Bu ayrıma üçüncü olarak kredi piyasalarını da ekleyen araştırmacılar bulunmaktadır.⁴ Para ve sermaye piyasaları arasındaki temel fark, arz ve talep olunan fonların vadelerinde ortaya çıkmaktadır. Para piyasaları, bir

¹ Nurgül Chambers, "Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türk Sermaye Piyasasının Uyumu", **Mali Çözüm** (İSMMMO Yayın Organı), No. 71, Nisan Mayıs Haziran 2005, s. 130.

² Selahattin Tuncer, **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori- Uygulama)**, Okan Yayıncılık, İstanbul, 1985, s. 3.

³ Ümit Ataman ve Halil Kibar, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999, s. 4.

⁴ Nihal İnağ, **Sermaye Piyasası ve Gelişmeleri Analizi**, T.C. Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No. 9412, Ankara, 1994, s. 337.

yıldan kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanırken; sermaye piyasaları bir yıl ya da daha uzun vadeli fon talebinin karşılanmasına hizmet ederler.⁵ Bu noktadan hareketle, para piyasalarının kısa vadeli; sermaye piyasalarının ise orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin bulunduğu piyasalar olarak tanımlandığı görülmektedir.⁶

Sermaye piyasaları da kendi içlerinde 'birinci el piyasaları' ve 'ikinci el piyasaları' (*aftermarket*) olmak üzere ikiye ayrılırlar.⁷ İhraç olunan sermaye piyasası araçlarının ilk sahiplerine dağıtım süreci birinci el piyasasını oluşturmaktadır. İkinci el piyasaları ise; daha önceden ihracı yapılarak tedavüle çıkartılan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulduran kişiler tarafından satışa sunulduğu piyasalardır. Bu piyasalarda gerçekleştirilen işlemler sonucunda oluşan fon transferi ihraççıyı ilgilendirmemektedir; sermaye piyasası araçlarının satımı karşılığında elde edilen gelirden, bu araçların satışını yapan kişiler yararlanmaktadır. İkinci el piyasaları da kendi aralarında (a) teşkilatlanmış piyasalar (organize piyasalar) ve (b) teşkilatlanmamış piyasalar (tezgahüstü piyasalar, paralel piyasalar, alternatif piyasalar ya da *dealer markets*) olarak ikiye ayrılırlar. Teşkilatlanmış piyasalar, "menkul kıymet borsaları" ile "teşkilatlanmış diğer piyasalardan" oluşmaktadır.⁸ Bu tür piyasalar; işlem yapabilmek için piyasa üyesi olmanın zorunlu bulunmadığı⁹, genellikle hukukî bir alt yapısı ve operasyonel düzenlemesi olmayan¹⁰, fiyatın alıcı ve satıcı arasında piyasa fiyatından bağımsız olarak kararlaştırılabildiği, borsalardan farklı olarak alım-satım emirlerinin doğrudan karşılaştığı bir fiziki mekân bulunmayan, işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiği aracılar arası piyasalardır.¹¹

Birinci ve ikinci el piyasalarının yanı sıra, gri piyasa adı verilen üçüncü bir piyasa türünden de bahsedilmektedir. Gri piyasa terimi; sermaye piyasası araçlarının,

⁵ Ataman ve Kibar, **a.g.e.**, s. 4.

⁶ Erdoğan Moroğlu, "Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu", **Makaleler I**, içinde s. 279-289, Makale 22, İstanbul, 2006, s. 279.

⁷ Ataman ve Kibar, **a.g.e.**, s. 5.

Tuncer, **a.g.e.**, s. 10.

⁸ Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Yayın, İstanbul, 2005, s. 83- 85.

⁹ Oğuz Kürşat Ünal, **Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar**, Yaklaşım Yayınları, Ankara, 1997, s. 41.

¹⁰ Yanlı, **a.g.e.**, s. 85-86.

¹¹ Ünal, **a.g.e.**, s. 41.

ihraçlarından, bir diğer ifadeyle hukuken ihdas olunmalarından önce, ihraç haberinin yayılması sonrasında profesyonel aracılar (*broker* ve *dealer*) arasında alınıp satıldıkları süreci ifade etmek üzere kullanılmaktadır.¹² Sermaye piyasası araçları bu dönemde henüz hukuken yaratılmamış olduklarından, gri piyasa; "sermaye piyasası araçlarının ihraç gerçekleştikten sonra bedeli karşılığında teslim edileceğine dair taahhütlerin profesyonel aracılar arasında alınıp satıldığı piyasalar" olarak da tanımlanmaktadır. Ancak genel eğilimin sermaye piyasalarını birinci ve ikinci el piyasalar olmak üzere ikiye ayırmak yönünde olduğunu ve gri piyasa kavramının yalnızca ihraç öncesi yapılan işlemleri ifade etmek üzere kullanıldığını vurgulamak gerekir. Ayrıca, birinci ve ikinci el piyasalarının da, bu piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına göre; hisse senetleri birinci el piyasası, hisse senetleri ikinci el piyasası, tahvil- bono birinci el piyasası, tahvil- bono ikinci el piyasası gibi alt sınıflara ayrıldığı ifade edilmelidir.¹³

Sermaye piyasaları; orta ve uzun vadeli fonların, tasarruf sahipleri ile kurumsal yatırımcılardan toplanarak üretime, yani reel sektöre aktarılmasında köprü görevi görürler. Bir diğer ifadeyle, sermaye piyasaları vasıtasıyla, halk ve özel sektör de kamunun yanı sıra kalkınmanın finansmanına iştirak ederler.¹⁴ Söz konusu piyasalar, bu işlevleri itibariyle, kredi işlemleri vasıtasıyla aynı fonksiyonu üstlenen bankacılık sektörü ile birlikte halkın atıl duran tasarruflarının üretime aktarılmasına yönelik iki temel mekanizmadan birini oluşturmaktadırlar. Bu nedenle de, sermaye piyasaları ile bankacılık sisteminin derinlik, büyüklük ve verimlilikleri; makro iktisadi dengelerin sağlanması, istikrar ortamının oluşturulması ve büyüme hedeflerinin tutturulması bakımından büyük önem taşımaktadır.¹⁵

1.1.2. Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasası kurumları aşağıda sayıldığı gibidir:

¹² İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Yayınları, 16. Basım, İstanbul, 2001, s. 566.

¹³ Tolga Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008, s. 1.

¹⁴ Suat Mirza, **Sermaye Piyasası, Türkiye'deki Durumu ve Muhtemel Gelişmesi**, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No. 29-6, Eskişehir, 1965, s. 11.

¹⁵ Ayoğlu, **a.g.e.**, s. 1.

1. Aracı kuruluşlar,
2. Yatırım ortaklıkları,
3. Yatırım fonları,
4. Sermaye piyasasında faaliyet gösteren diğer kurumlar.

1.1.2.1. Aracı Kuruluşlar

Aracı kuruluşlar ile sermaye piyasasında faaliyet gösterme yetkisi almış olan bankalar aracı kuruluşları meydana getirmektedir. Aracılık kavramı; sermaye piyasası araçlarının, yetkili kuruluşlar tarafından kendi adına ve hesabına, başkası adına ve hesabına, kendi adına başkası hesabına alım satımını ifade etmektedir. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ve diğer araçların alım satımının yapılmasına aracılık da aynı çerçevede değerlendirilebilir.

Aracı kuruluşların yapabilecekleri sermaye piyasası faaliyetleri şunlardır:¹⁶

- a. Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışlarında aracılık,
- b. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım ve satımı,
- c. Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçlarının alım ve satımının yapılmasında aracılık,
- d. Menkul kıymetlerin geri alım veya satımının üstlenilmesi ile alım ve satımı,
- e. Yatırım danışmanlığı,

¹⁶ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 30 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C. Resmi Gazete**).

f. Portföy işletmeciliği veya yöneticiliğidir.

Banka ve aracı kuruluş sayıları yıllar itibariyle bakıldığında azalma göstermektedir. Özellikle banka tasfiyeleri nedeniyle 2003 öncesi ve sonrasında aracılık faaliyeti yapan kuruluşların sayısında azalmalar gözlemlenmiştir.

Tablo 1.1. Ortaklık Yapılarına Göre Aracı Kuruluş Sayıları

	Banka					Aracı Kurum				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Özel Toplam	37	35	34	34	34	106	97	92	95	95
Yerli	24	22	22	19	15	97	88	86	74	69
Yabancı	13	13	12	15	19	9	9	6	21	26
Kamu Toplam	7	7	6	6	6	11	12	9	5	4
Kamu	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4
TMSF	2	2	1	1	1	7	8	5	1	0
Toplam	44	42	40	10		117	109	101	100	99

Kaynak: SPK, Ekonomik Gelişmeler Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007/2.

Türkiye sermaye piyasalarıyla ilgili ekonomik gelişmeler 2007 yılı için aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1.2. Ekonomik Göstergeler (2007)

		Sayı	Milyon YTL	Milyon ABD Doları
I.	KURUL KAYDINDAKİ ŞİRKET SAYISI	593		
	1.1. İMKB Şirketleri	332		
	1.2. İMKB Dışındaki Şirketler	261		
II.	İMKB ŞİRKETLERİNİN PİYASA DEĞERİ			
	2.1. İMKB Şirketlerinin Toplam Piyasa Değeri		336,089	288,761
	2.2. İMKB Şirketlerinin Halka Açık Bölümünün Piyasa Değeri		112,468	95,954
III.	YATIRIMCI (HESAP) SAYILARI VE YERLİ-YABANCI SAKLAMA ORANLARI			
	3.1. İMKB-Hisse Senedi Bakiyeli Yatırımcı Sayısı	940,047		
	3.2. İMKB-Hisse Senedi Bakiyeli Hesap Sayısı	1,060,569		
	3.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Açık Hesap Sayısı	25,160		
	3.4. Hisse Senedi Yatırımcı Saklama Oranları (İMKB Şirketlerinin Halka Açık Bölümünün Piyasa Değerine Göre)			
	3.4.1. Yabancı Yatırımcı Saklama Oranı (%)	72.4		
	3.4.2. Yerli Yatırımcı Saklama Oranı (%)	27.6		
	3.5. Yatırım Fonları Açık Hesap Sayısı	2,998,454		
	3.6. Emeklilik Yatırım Fonları Katılımcı Sayısı	1,556,342		
IV.	ARACI KURULUŞ SAYILARI	145		
	4.1. Aracı Kurumlar	104		
	4.2. Bankalar	41		
V.	LİSANS BELGESİ SAYISI (Lisanslama sınavı sonucu verilen)	4,365		
VI.	YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN BİLGİLER			
	6.1. Menkul Kıymet Yatırım Fonları-Sayı / Portföy Değeri	297	26,381	22,508
	6.3. Emeklilik Yatırım Fonları-Sayı / Portföy Değeri	104	4,559	3,890
	6.5. Yabancı Yatırım Fonları-Sayı / Portföy Değeri	60	90	77
VII.	YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN BİLGİLER			
	7.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları-Sayı / Net Aktif Değeri	33	689	587
	7.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları-Sayı / Portföy Değeri	13	4,118	3,513
	7.5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları-Sayı / Portföy Değeri	2	174	148
VIII.	PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNE İLİŞKİN BİLGİLER			
	8.1. Portföy Yönetim Şirketleri-Sayı / Yönettikleri Portföy Büyüklüğü	19	31,190	26,613
IX.	BAĞIMSIZ DENETİM KURULUŞLARININ SAYISI	96		
X.	GAYRİMENKUL DEĞERLEME ŞİRKETLERİNİN SAYISI	26		
XI.	DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SAYISI	8		

Kaynak: SPK, Ekonomik Gelişmeler Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007/2.

1.1.2.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize diğer piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan, portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermaye ve yönetimlerine

egemen olma amacı taşımazlar. Ana sözleşmelerinde alt limitleri belirlenen, portföy değerinin en az % 25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Girişimleri de dahil olmak üzere, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan yatırım ortaklıkları "A tipi yatırım ortaklıkları" olarak isimlendirilmiştir.

Yatırım ortaklıklarının fonksiyonları şunlardır:

- a) Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- b) Portföy çeşitlendirilmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek şekilde dağıtmak,
- c) Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli olarak izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- d) Portföyün değerini korumaya ve arttırmaya yönelik araştırmalar yapmaktır.

1.1.2.3. Yatırım Fonları

Yatırım fonları (*mutual funds*), halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri adına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca bağlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçlarıyla, ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan, portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır. Fon portföyü yukarıda belirtilen varlıkların her birini dikkate alarak oluşturabileceği gibi, varlık türleri itibarıyla karma da olabilir.

Fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama temelde en az % 25'ini devamlı olarak Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A tipi fon olarak değerlendirilir. Bu tip fonlar portföylerine yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonlarını dahil

edemezler. Bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve emekli ve yardım sandıkları fon kurup yönetebilmektedir.

Aşağıdaki tabloda A tipi menkul kıymet yatırım fonlarının portföy dağılımı zaman müşteri sayısı ve fon sayısı son yıllarda artış eğiliminde olduğu gösterilmektedir.

Tablo 1.3. A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları

Yıllar	A Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları			B Tipi Menkul Kıymet Yatırım Fonları			
	Fon Sayısı	Toplam Değeri (Bin YTL)	Yatırımcı Sayısı	Yıllar	Fon Sayısı	Toplam Değeri (BinYTL)	Yatırımcı Sayısı
2002		434,884		2002		8,911,788	
2003		743,863		2003		19,114,297	
2004	123	780,37	105,275	2004	130	23,663,404	2,527,187
2005	126	1,033,635	142,794	2005	149	28,340,486	2,816,779
2006	126	831,518	133,503	2006	163	21,180,058	2,337,406
2007	129	919,383	165,311	2007	168	25,461,778	2,833,143

Kaynak: SPK, Ekonomik Gelişmeler Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007/2.

Yukarıdaki tabloda ayrıca B tipi yatırım fonlarına bakıldığında 2002 yılından sonra önemli bir artış yapmış müşteri sayısında yıllar itibariyle büyük dalgalanmalar yaşanmadığı da gösterilmektedir.

1.1.2.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar

Sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi ve bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlarla sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesiyle uğraşan kuruluşlar, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler ve ortaklık ve kuruluşlarla ait

alacakları mal ederek varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla teşkil edilen genel finans ortaklıkları, ipoteğe dayalı menkul kıymet merkezleridir.¹⁷

1.1.3. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.¹⁸ Menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte seri halinde çıkarılan kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışındaki araçlar olup, çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bunun dışındadır.

Sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymet türleri şunlardır; hisse senetleri, hisse senedi türevleri, geçici alındı kağıtları, yeni pay alma kuponları, tahviller, tahvil türevleri, tahvil faiz kuponları, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, finansman bonoları, gelir ortaklığı senetleri, tertip halinde çıkarılan ve iki yıl veya daha uzun süreli borç ve gelir senetleri, iç tüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım - satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgeleridir. Menkul kıymetlerin özellikleri özetle aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- a. Menkul kıymetler hukuken kıymetli evrak niteliğindedir.
- b. Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte belirli şekil şartlarına sahip kıymetlerdir.
- c. Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.
- d. Az veya çok devamlılık arz eder, alacak ya da ortaklık haklarını temsil ederler.

¹⁷ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 39 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

¹⁸ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 3 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

- e. Dönemsel gelir sağlarlar.
- f. Her birinin bir kredi değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda belirtilmiş değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle üzerine yazılı değer fazla altında veya üstünde oluşmaz.
- g. Menkul kıymetler isme ve hamiline olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para gibi olup, taşıyanı kimse onun malı sayılır, yalnızca teslim halinde sahip değiştirir. İsmine yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi vardır, buraya ciro işlemi kaydedilir.
- h. Yatırım amacı ile kullanılır.

Çalışmada menkul kıymet türleri arasında en yaygın kullanıma sahip olan Hisse Senetleri ve Tahvillere yer verilmiştir.

1.1.3.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri anonim şirketler tarafından çıkarılan, belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır. Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nin hisse senetleriyle ilgili maddelerinde hisse senedinin tanımı yapılmamış olup, yalnızca nitelik ve özellikleri belirtilmiştir. Hisse senedinin sahibine sağladığı ortaklık hakları şunlardır:¹⁹

- a. Şirket karından pay alma hakkı,
- b. Şirket yönetimine katılma hakkı,
- c. Oy kullanma hakkı,
- d. Öncelik hakkı (Rüçhan hakkı),
- e. Tasfiyeden pay alma hakkı,

¹⁹ Selahattin Tuncer, **Vergi Hukuku ve Uygulaması**, Yaklaşım Yayınevi, Ankara 2006, s. 204.

f. Şirketin faaliyetleri ile ilgili bilgi edinme hakkıdır.

Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar; anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulan kurumlardır. Özel kanunla kurulan kurumlar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş İktisadi Devlet Girişimleri, Kamu İktisadi Girişimleri, bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri gibi kuruluşlardır. Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar hisse senetlerini halka arz yoluyla satmamaktadır. Hisse senetleri aşağıdaki şekilde bölümlendirilir:

- a. Hamiline ve nama yazılı hisse senetleri,
- b. Adi ve imtiyazlı hisse senetleri,
- c. Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri,
- d. Primli ve primsiz hisse senetleri,
- e. Kurucu ve intifa hisse senetleri.

Ayrıca hisse senetlerinin yukarıda sıralanan türler dışında: Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri, Katılma İntifa Senetleri ve Oydan Yoksun Hisse Senetleri olarak adlandırılan türevleri de bulunmaktadır bunlara kısaca aşağıda yer verilmiştir.

1.1.3.2. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

İhraççılar, kâr veya zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; yurt içinde satılmak üzere, Türk Lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurtdışında satılmak üzere ise Türk Lirası veya yabancı para üzerinden yada yabancı paraya endeksli "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi" (KZOB) adı altında menkul kıymet ihraç edebilir. KZOB'lar halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir. Halka arz edilerek satılmak üzere ihraç edilecek KZOB'ların hamiline, halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek olanların ise nama yazılı olarak ihraç edilmeleri zorunludur. KZOB'ların halka arz yoluyla satışında, aracı kuruluş kullanılması zorunlu olup, bu yolla satışı

yapılan KZOB'lara ilişkin anapara ve karpayı ödemelerinin aracı kuruluş vasıtasıyla yapılması zorunludur.

İhraççılar, vade sonunda KZOB sahiplerine ödenmesi gereken tutar karşılığında artırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerini alma hakkı veren "Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri" ihraç edebilirler. KZOB'ların hisse senetleri ile değiştirilmesine ilişkin esaslar ihraç öncesinde belirlenerek izahname ve sirkülerde kamuya ilan edilir. Hisse Senedi ile değiştirilebilme hakkı sadece halka arz suretiyle satışı yapılan KZOB'lara tanınabilir ve KZOB'ların hisse senetleri ile değişimi ancak vade sonunda yapılabilir.

Kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarılmasındaki temel amaç, menkul kıymetler piyasasında değişime konu olan araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmektir. Bunun yanı sıra kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin kendine özgü bir menkul kıymet olarak, faiz dışı kazanca uygun bir yönü vardır. Bu belgeler, faize duyarlı fon sahiplerinin sermaye piyasalarında yatırımlarını değerlendirmelerine imkan veren alternatif menkul kıymetlerden biridir ayrıca kâr ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, hisse senedi sayılamazlar. Çünkü Kar ve zarar ortaklığı belgeleri, sahiplerine şirket yönetiminde oy hakkı vermez, hisse senedinin tersine bu belgeler vadeli olup vade bitiminde anapara ve kar payı belge sahiplerine geri ödenir. KZOB'larda en kısa vade 1 ay, en uzun vade 7 yıldır. Vadeler, ortaklık faaliyetinin özelliğine göre muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenir. Bu tür belgelerin kâra iştirakli tahvillerle de bir ilgisi yoktur. Çünkü zarar durumunda senet sahibinin zarara da katılması söz konusudur. Kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarımı ve düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabidir. Bu belgelerin tutarları, ihraç ve ödeme koşulları ile diğer nitelikleri Kurul tarafından belirlenmektedir. Menkul kıymet alım-satımı ile uğraşan ortaklıkların bu belgeleri ihraç etmeleri yasaklanmıştır.²⁰

²⁰ Vural Günel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, SPK Yayın No: 5, Ankara, 1987, s. 109.

1.1.3.3. Katılma İntifa Senetleri

Ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve belirli olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan KİS çıkarabilir. Katılma intifa senetleri nama yazılı olabileceği gibi, hamiline de çıkarılabilmektedir. Esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla, genel kurul kararı ile süresiz olarak çıkarılabilir. Katılma İntifa Senetleri (KİS), nakit karşılığı satılmak koşuluyla çıkarılabilir ve belirli bir sermayeyi temsil etmedikleri için, bu senetlere sahip olan şahıs ya da kuruluşların şirket yönetimine katılma ve oy verme hakları yoktur.

Katılma İntifa Senetleri belli bir nominal değerde çıkarılır ve bunun alt sınırı 1.000 TL olup, bunun katları şeklinde değerleri serbestçe belirlenir. Öte yandan, ortaklıkların çıkartabilecekleri KİS tutarı, ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından çok, bu toplamın altıda birinden az olamaz. Kar dağıtımında, önce ödenmiş ortaklık sermayesi ile ödenmiş KİS sermayesinin toplamı içinde KİS sermayesinin toplam sermayeye oranı bulunur. Vergi ve birinci kanuni yedek akçe düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kar içinde, bu orana göre KİS sahiplerine düşen kar payı hesaplanır. KİS ortaklarına bu şekilde ayrılan kardan, Kurul'ca saptanmış oran ve miktarda birinci kar payı tutarında KİS kar payı ödenir. KİS ortağı olanlara birinci kar payına ek olarak sağlanabilecek diğer menfaatler esas sözleşmede düzenlenir.

1.1.3.4. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Oydan Yoksun Hisse Senetleri (OYHS); ortakların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir. OYHS, hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir, nama yazılı OYHS için, TTK'nun 418 inci maddesi hükmü uygulanamaz ve yönetim kurulu bu payları pay defterine kayıttan imtina edemez. OYHS'ye tanınan imtiyazlar ile oy hakkının doğması şartları, OYHS'nin üzerine yazılır. Ortaklıkların çıkarabilecekleri OYHS itibari toplam değer tutarı, ödenmiş veya çıkarılmış

sermayenin %75'ini geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterilir. Limitin belirlenmesinde daha önce ihraç edilmiş olan OYHS miktarı da hesaba katılır.

Ortaklıkların OYHS ihraç edebilmeleri için, esas sözleşmelerinde OYHS ihracına ilişkin hüküm bulunması, OYHS ihracı için ortaklık yetkili organı tarafından karar alınması, esas sözleşmede OYHS'ye kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyaz tanınması ve kar payında imtiyaz oranının gösterilmesi gerekmektedir. OYHS sahipleri diğer ortaklarla birlikte, Kanun, tebliğ ve esas sözleşmede belirtilen miktarda kar payı alırlar. Ayrıca OYHS sahipleri için, esas sözleşmede gösterilecek oranda kar payında imtiyaz tanınması zorunludur. OYHS sahiplerine, imtiyazlı kar payları nakden dağıtılır. OYHS sahiplerine tanınan imtiyazlı kar payı dağıtılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kardan pay dağıtılmasına karar verilemez.

Ayrıca ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşuluyla OYHS sahiplerine tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanıyabilir. Bu halde tasfiye halinde bulunan ortaklığın borçları ödendikten sonra kalan mevcudu, TTK'nın 401inci madde hükmü saklı kalmak üzere, öncelikle tasfiye bakiyesinde imtiyazlı OYHS sahiplerine, ortaklığa koydukları sermayenin ödenmesi için tahsis edilir. OYHS'lerin ilk ihracında halka arz zorunludur. Ortaklık 3 yıl ard arda kar dağıtamazsa veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl kar dağıtmazsa, durumun kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl OYHS sahipleri esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve OYHS'ler adi pay haline dönüşür. Esas sözleşmede başka bir düzenleme olmadıkça, ortaklıkların sermaye artırımlarında esas sermaye içindeki paylarını korumak üzere OYHS ve adi paylar kendi içlerinde yeni pay alma haklarını kullanırlar. Ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşuluyla, bedelsiz sermaye artırımında oy hakkına sahip bedelsiz pay da verebilir. Burada verilecek bedelsiz paylarda imtiyazlar geçerli değildir.²¹

²¹ Günal, a.g.e., s. 109.

1.1.3.5. Tahviller

Tahviller, anonim şirketlerin ödünç para bulmak için saygınlık değerleriyle kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir. Tahvil hamilinin bir şekilde kullandığı yabancı sermayedir.

Tahvil hamili, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil hamili şirketin aktifi üzerinde alacağından başka bir hakka sahip değildir, şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt karından önce tahvil sahiplerinin faizleri ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra şirketin mal varlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.²²

Tahvil hamili ile şirket arasındaki hukuki ilişki vade bitiminde sona erer. Tahvil hamili tahvili çıkaran şirketin kar-zarar riskine katılmaz. Şirket kar da etse, zarar da etse günü geldiğinde belli miktardaki anapara ve faizlerini alır. Tahvil hamili için risk, ancak şirketin tahvil anapara ve faizlerini ödeyemeyecek duruma gelmesi halinde söz konusudur. Tahvil bir borç senedi olarak değerlendirildiğine göre, zamanında elde edilemeyen anapara ve faizler için yargı yoluna başvurarak ödemenin gerçekleştirilmesi yolu kullanılabilir. İflas ve kapanma durumunda ise kapanmadan önce borçlar ödenmektedir. Dolayısıyla tahvil hamilleri hisse senedi hamillerinden önce alacaklarını almaktadır.

Tahviller sabit getirili menkul kıymetler olup, getirisi enflasyonun üzerinde gerçekleştiği zaman gerçek bir kazanç söz konusu söz konusudur. Getirinin enflasyon ile aynı veya enflasyonun altında olması durumunda "sıfır gelir" veya "negatif gelir" meydana gelmektedir.

1.1.3.6. Tahvil Türleri

Tahvilleri türlerini aşağıdaki şekilde sıralanabilir bunlar aşağıda sıralandığı gibidir:²³

²² 6763 Numaralı Türk Ticaret Kanunu Madde 420 (9.7.1956 tarih, 9353 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

²³ TSPAKB, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları Eğitim Klavuzu**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Levent, İstanbul, 2009, s. 51.

- a) **Devlet Tahvilleri - Özel Sektör Tahvilleri:** Maliye Bakanlığı tarafından belli amaçlarla çıkarılan iç borçlanma tahvilleri uzun vadeli, hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları ise kısa vadeli. Ancak enflasyon artışının hızlandığı dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık kısa vadeli ihraç edilir. Hazine bonoları kısa vadeli, çok defa kuponsuz; tasarruf bonoları orta vadeli tahvil niteliğinde olup ihraç şartları ve faiz oranlarında farklılıklar olabilir. Uzun vadeli devlet tahvilleri işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebilme imkanı olduğundan faiz oranları daha düşük olması beklenir.
- b) **Primli Tahviller - Başabaş Tahviller:** İhraç edilen bir tahvil üzerinde yazılı değerle satışa çıkarılıyorsa, bu tahvil başabaş tahvildir. Nominal değerinden daha aşağı bedelle satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil denir. Türk Ticaret Kanunu hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bedelle ihraç edilmesini yasakladığı halde (TTK m.286) tahviller için böyle bir engel yoktur. Tahvil ihraçlarını düzenleyen diğer mevzuatımız da tahvillerin nominal değerlerinin %5'i kadar düşük bedelle ihracına izin vermektedir. Ayrıca satışın son gününden yani faizin işlemeye başladığı tarihten önce satın alanlara, erken satın alma süresine isabet eden faiz kadar indirim yapılabilmektedir.
- c) **İkramiyeli Tahviller:** Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun, alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Türkiye'de, tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişler de dahil, her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz.
- d) **Nama ve Hamiline Tahviller:** Tahviller bütün menkul kıymetler gibi nama ve hamiline yazılı olabilirler. Ancak piyasamızda tahvillerin yalnız hamiline olarak ihraç edilmektedir.
- e) **Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller:** Özel sektör tahvillerinin diğer tüm tahviller gibi belli bir vadesi vardır, bu vade 2 yıldan az

olmamak üzere serbestçe belirlenir. Çıkarılan tahvillerin bedellerinin vade sonunda halka geri ödenmesi genellikle bir defada olmaz. Normal şartlar altında 5 seneye varan bir itfa planı dahilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvillerin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilme imkanı vardır. Bazı tahvillerde bu imkan her an kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talepte bulunulması halinde bu tahviller itfaya dahil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur.

- f) Garantili ve Garantisiz Tahviller:** Çıkarılan tahvillerin satış şansını arttırmak için bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanır. Banka veya holdingin garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsar. Ayrıca tahvili çıkaran şirket büyük ve tanınmış bir holdingin bağlı kuruluşu olduğu halde kendisi şirket olarak tahvil piyasasında tanınmamış olabilir. Bağlı olduğu holdingin garantisinin de satış ilanlarıyla belirtilmesi tahvillerin satış şansını arttırabilir.
- g) Sabit ve Değişken Faizli Tahviller:** Enflasyonun artış trendinde olan dönemlerde piyasa cari faiz oranının tahvil faiz oranlarını kısa zamanda geride bırakması, faiz oranlarıyla devamlı şekilde yukarı aşağı oynanması, tahvil piyasasında istikrarsızlığa sebep olur. Değişken faizli tahviller böyle durumlarda tahvil piyasasının tıkanmaması için ileriye dönük faiz riskini ortadan kaldırmak üzere piyasamızda düzenlenmiştir. Bu tahvillerin faiz ödemeleri 3, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibariyle kuponlara bağlı olarak yapılabilir.
- h) İndeksli Tahviller:** Yüksek enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı enflasyona karşı korunmaktadır. Anaparayı korumakta, dövize ya da altına indeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile

vade günü arasında altın fiyatlarında ya da belli bir dövizin kurundaki artış yüzdesine göre anapara arttırılarak tahvil sahibine ödenir.

ı) Rûçhan Haklı Tahviller: Bazı şirketlerin, çıkardıkları tahvillerin satışını kolaylaştırmak için, tahvillerin tümüne veya kura ile belirlenecek bir bölümüne, belli bir yüzdesine ya da belli bir limitin üstünde kalan kısmına ileride yapılacak ilk sermaye artırımından rûçhan hakkı tanıdıkları görülür.

k) Kâra İştirakli Tahviller: Kâra iştirakli tahviller nama veya hamiline olarak çıkarılabilen her yıl verilecek kâr payının hesap şekli ve ödeme zamanının izahnamede gösterilen ve tahvilin ön yüzünde kâra iştirakli olduğunun yazılan tahvillerdir. Kâra iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Bunların anapara ödenmesi yıllara dağıtılamaz.

ı) Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller: İhraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller (HDT) ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir HDT'lerin vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz. Değiştirilmesi, vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir. Tahvilin hisse senediyle değiştirilmesi, ortaklık talebine ve tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak yapılır. Değiştirme süresi sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğ'ine uygun olarak halka arz edilir.

Tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak değiştirilme durumunda, değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakkı ortadan kalkar. İtfada HDT'lerin ibrazı ve tevdi karşılığında yalnız anapara ve işlemiş faizleri alabilirler. Ortaklığın talebine bağlı değiştirme durumunda değiştirme tarihinden en az 1 ay önce ortaklık tarafından en

az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla HDT sahiplerine duyuru yapılır.

1.2. SERMAYE PİYASASININ FİNANS SİSTEMİ İÇİNDEKİ YERİ

Ekonomik yapının genel olarak iki sektörden oluştuğu kabul edilir. Bunlar; üretim faaliyetlerini gerçekleştiren reel sektör ve mali işlerini kapsayan mali sektördür. Mali değerlerin değişimi için karşılıklı ilişkilerin kurulduğu bir yer ve mekanizma olan mali sistem, genel olarak değişime konu olan mali değer veya fonların vadelerine göre para ve sermaye piyasalarından oluşur.

Üretimin pazar için yapılmaya başlaması süreciyle birlikte, ekonominin parasallaşması ve işbölümünün yaygınlaşması ekonomik faaliyetlerin hızla artmasına neden olmuş ve ekonomik gelişmeleri hızlandırmıştır. Ekonomik gelişmelerin artması, bu faaliyetlerde bulunan ekonomik birimlerde ciddi finansal taleplere neden olmuştur. Bu finansman ihtiyaçlarını kendi öz kaynaklarıyla gideremeyen birimler için dış finansman açık bir hal almıştır. Diğer taraftan fon ihtiyaçları olan bu ekonomik birimlerin yanında fon fazlalığı bulunan ekonomik birimlerin de varlığı bu iki tarafı ortak bir amaç doğrultusunda karşı karşıya getirmiştir. Zaten finansal sistemin varlığı da bu ekonomik birimlerin kendi içerisinde tasarruf-yatırım denliğini sağlayamamalarından kaynaklanmaktadır. İşte finansal sistem, genel olarak bu ekonomik birimlerin karşı karşıya gelerek bir borç alacak ilişkisine girebilmelerine olanak sağlayan araç ve kurumlardan oluşmaktadır.²⁴

Az gelişmiş ülkelerin kalkınma sürecinde sürükleyici unsuru, sanayileşmedir. Sanayileşme ile sermaye birikimi arasında sıkı bir bağ vardır. Sermaye birikiminin artırılmasında; tasarrufların özendirilmesi için alınacak tedbirler ve tasarrufların değerlendirilmesi için kurumsal altyapının oluşturulması büyük önem taşır.

²⁴ Serpil Canbaş ve Hatice Doğanlı, **Finansal Pazarlar**, Beta Yayınevi, İstanbul, 1997, s. 147.

Bir ekonomide üretimin sürekli artırılması; verimli, üretken ve istihdam edici sektörlerle yatırım yapılmasına bağlıdır. Çünkü yatırım demek; bina, arsa, arazi, makine ve donanım gibi diğer üretim faktörlerinin üretim için kullanılması demektir. Yatırımlar ise tasarrufa, yani az tüketmeye bağlıdır. Günümüz ekonomilerinde yaşanan buhranlar; üretimden çok tüketme arzu ve eğilimlerinin artmasına, dolayısıyla tasarruf yapılmamasına, yapılan tasarrufların da hızla yatırımlara dönüştürülmemesine bağlıdır.²⁵

Kaynakları ve vadeleri açısından, sermaye piyasasından sağlanan fonlar ekonomide enflasyonist bir etki yaratmazlar. Ancak sermaye piyasasında likidite ise büyük ölçüde piyasanın gelişmesine ve etkinliğine bağlıdır. Tahvillerin ve hisse senetlerinin kolayca paraya çevrilebilmesini sağlayan menkul kıymet borsaları gelişmedikçe sermaye piyasası araçlarının likidite derecelerinde de bir gelişme beklemek doğru olmayacaktır. Buna karşılık sermaye piyasasından fon temin etme maliyeti para piyasasına nazaran daha düşüktür. Dünyada sermaye piyasasının mali sistem içindeki yeri kısaca ekonomik kalkınma için kaynak yaratmak ve sermayenin tabana yayılmasını sağlamaktır. Bu nedenle gelişmiş ve güvenilir bir sermaye piyasası gereklidir.

Çalışmada kullanılan veriler Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) verileri ile yapılmaktadır. WFE'ye, 56 ülkeden 51 borsa üyedir. Bu borsaların toplam piyasa değeri küresel menkul kıymet piyasasının %97'sini oluşturmaktadır. 2007 Haziran sonu itibariyle, borsaların piyasa değerleri incelendiği zaman, New York Borsası 17 trilyon Amerikan Doları piyasa değeri ile ilk sırada yer almaktadır. New York Borsası, onu takip eden 4 borsanın toplam piyasa değerine yakın bir büyüklüğe sahiptir. İMKB ise bu karşılaştırmada 221 milyar Amerikan Doları piyasa değeri ile 51 borsa arasında 29. sırada bulunmaktadır.

Osaka ve Ulusal Hindistan Borsalarına kota olan şirketler aynı zamanda Tokyo ve Bombay Borsalarında da yer almaktadır. Mükerrer veri olması dolayısı ile verilerin gerçeği yansıtması açısından bu iki borsa toplama dâhil edilmemiştir. ABD,

²⁵ Hakkı Mümin Ay, **Ekonomik Kalkınmanın Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas, 1997, s. 79.

New York borsası ve Nasdaq borsalarının toplam piyasa değeri dünyadaki tüm borsa piyasa değeri toplamının %36'sını oluşturmaktadır.

İMKB'nin dünya borsalarındaki toplam piyasa değerine oranı ise sadece %0.4'lük bir payı bulunmaktadır Türkiye, GSYİH büyüklüğü ile dünyanın 18. büyük ekonomisidir. Ancak, sermaye piyasası alanında, küresel piyasalar içindeki yeri hak ettiği yerden uzak ve 31. sıradadır. Türkiye'nin Piyasa büyüklüğü gibi ürün çeşitliliği de sınırlıdır.

Türkiye ekonomik büyüklüğüne oranla sermaye piyasalarını geliştirmeyi başaramamıştır. Bu veriler ışığında Türkiye sermaye piyasalarının en az birkaç kat büyümesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki tabloda piyasa büyüklükleri ve bu oranların toplam içindeki payı verilmekte olup Piyasa Değeri/GSYİH ortalama oranının %186 olması İMKB'nin ortalamayı yakalaması durumunda bile Türkiye sermaye piyasasının en az 4 kat büyüme gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Tablo 1.4. Gelişmiş Ülke Borsalarının Piyasa Değeri

Borsaların Piyasa Değeri (2007/06)	Piyasa Değeri (milyar \$)	Piyasa Değeri Payı (%)	Piyasa Değeri / GSYİH (%)
1. New York Borsası (A.B.D.)	16.604	28,90	118
2. Tokyo Borsası (Japonya)	4.681	8,20	107
3. Euronext (Hollanda, Belçika, Fransa, Portekiz)	4.242	7,40	117
4. Nasdaq (A.B.D.)	4.182	7,30	30
5. Londra Borsası (İngiltere)	4.037	7,00	147
6. Hong Kong Borsası (Hong Kong)	2.028	3,50	976
7. TSX Grubu (Kanada)	1.981	3,50	152
8. Deutsche Börse (Almanya)	1.956	3,40	62
9. Şanghay Borsası (Çin)	1.693	3,00	52
10. BME İspanya Borsası (İspanya)	1.152	2,60	108
29. İMKB (Türkiye)	221	0,40	50

Kaynak: World Federation of Exchanges (WFE), December 2007, s. 15.

Yukarıdaki tabloda dünya borsalarında işlem gören halka açık şirketlerin borsalar bazındaki şirket sayısı görülmektedir. Bu tabloda Türkiye'nin yeri 29. sırada olup toplam küresel piyasalar içinde işlem gören şirket sayısı oranı %0,4'dür.

Aşağıdaki tabloda dünyada borsaya kote olan şirket sayısı verilmektedir.

Tablo 1.5. Dünyada Borsaya Kote Olan Şirket Sayısı

Borsaya Kote Olan Şirket Sayısı (2007/06)	Şirket Sayısı	Toplamdaki %
1. Bombay Borsası	4.842	10,90
2. TSX Grup	3.896	8,80
3. BME İspanya Borsası	3.447	7,70
4. Londra Borsası	3.273	7,40
5. Nasdaq	3.104	7,00
6. Tokyo Borsası	2.425	5,40
7. New York Borsası	2.283	5,10
8. Avustralya Borsası	1.896	4,30
9. Kore Borsası	1.706	3,80
10. Ulusal Hindistan Borsası	1.264	2,80
31. İMKB	322	0,70
TOPLAM	44.496	100,00

Kaynak: World Federation of Exchanges (WFE), December 2007, s. 55.

Yukarıdaki tabloda gösterildiği üzere dünyada borsaya kote olan şirket sayısı açısından Türkiye 31. Sırada yer almaktadır.

Aşağıdaki tabloda gelişmekte olan ülkeler arasında yapılan değerlendirmede piyasa değerinin GSYİH oranı görülmektedir. Yine aşağıdaki tabloda gelişmekte olan ülkelerin halka açık şirketlerin sayısı yer almaktadır. Hem yukarıdaki hem de

aşağıdaki tablo incelendiğinde Türkiye sermaye piyasaları olması gereken yerden oldukça uzaktır.

Tablo 1.6. Gelişmekte olan Ülkelerin Borsalarının Piyasa Değerleri

Piyasa Değeri/GSYİH	2007
Güney Afrika	% 302
Malezya	% 197
İsrail	% 140
Güney Kore	% 114
Brezilya	% 90
Tayland	% 81
Yunanistan	% 72
Avusturya	% 67
Polonya	% 60
Türkiye	% 54
Meksika	% 49
Macaristan	% 42
Arjantin	% 25

Kaynak: World Federation of Exchanges (WFE), December 2007, s. 57.

Yukarıdaki tabloda gösterildiği üzere Türkiye Piyasa Değeri/GSYİH oranı %54 olarak ülkeler listesinde ön sıralarda yer almamaktadır.

Yine aşağıdaki tabloda gelişmekte olan ülkelerin halka açık şirketlerin sayısı yer almaktadır. Hem yukarıdaki hem de aşağıdaki tablo incelendiğinde Türkiye sermaye piyasaları olması gereken yerden oldukça uzaktır.

Aşağıdaki tablo Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelerin borsalarında halka açık şirket sayısı açısından yerini göstermektedir.

Tablo 1.7. Gelişmekte olan Ülkelerin Borsalarında Halka Açık Şirket Sayısı

Halka Açık Şirket Sayısı	2007
Güney Kore	1.706
Malezya	1.01
İsrail	646
Tayland	521
Brezilya	374
Güney Afrika	373
Meksika	335
Türkiye	322
Yunanistan	284
Polonya	309
Avusturya	117
Arjantin	107
Macaristan	41

Kaynak:World Federation of Exchanges (WFE), December 2007, s. 57.

Yukarıdaki tabloda gösterildiği üzere Türkiye gelişmekte olan ülkelerin borsalarında halka açık şirket sayısı açısından 2007 yılı itibarıyla 322 şirket ile ülkeler listesinde ön sıralarda yer almamaktadır.

Diğer bir araştırma sonucu ise aşağıdaki tabloda almaktadır. Aşağıdaki tabloda gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yatırım fonlarının GSYİH'ya olan oranı yer almaktadır.

Tablo 1.8. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatırım Fonları/GSYİH

Yatırım Fonları/GSYİH	2007
Brezilya	% 42
Avusturya	% 40
Güney Afrika	% 32
Güney Kore	% 28
Polonya	% 10
Yunanistan	% 9
Meksika	% 8
Macaristan	% 7
Çek Cumhuriyeti	% 4
Türkiye	% 5
Arjantin	% 3

Kaynak: ICI, **Mutual Funds Fact Book 2007**, ICI (Investment Company Institute) Washington, DC, 2008, s. 220.

Gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yatırım fonlarının GSYİH'ya olan oranını gösteren yukarıdaki tablo ülkemizin tasarruf oranının çok düşük bir oranda olduğunu da göstermektedir.

1.2.1. Türkiye'deki Menkul Değer Stoklarının Gelişimi

Türkiye'de sermaye piyasasının temeli 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile atılmıştır. Aynı yıl Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ise 1986 yılında faaliyete geçmiştir. Türkiye'de sermaye piyasasını gelişimine bakmak için menkul kıymet borsalarının, yatırım fonlarının ve aracı kuruluşlarının gelişimlerine bakmak gerekmektedir.

Aşağıdaki tabloda menkul kıymetlerin kesimlere göre dağılımı görülmektedir.

Tablo 1.9. Türkiye’de Menkul Kıymetlerin Sektörel Dağılımı

	TL	%
Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	266,477.38	83
Özel Sektör Menkul Kıymetleri	52,784.29	17

Kaynak: SPK 2008 Yılı Aylık İstatistik Bülteni

Yukarıda verilen tabloya göre Türkiye’de kamu kesimi menkul kıymetleri özel kesime göre daha fazla yer almaktadır. Özel sektörün menkul kıymetler içindeki payına bakıldığında %17’lik pay aldığını, kamu sektörünün ise %83 pay aldığı görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda genel veriler ışığında menkul kıymet stokları, Türkiye’de çeşitli piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin toplam yazılı değerini göstermektedir. Menkul kıymet stokundaki artış, hisse senetleri için yeni halka arzlarla ve sermaye artırımları ile hazine bonosu-devlet tahvili için ise Hazine’nin ihraç ettiği iç borçlanma senetlerinin artması yoluyla gerçekleşmektedir. Sermaye piyasasının ilk yıllarından itibaren menkul kıymet stoku içinde hazine bonosu-devlet tahvili ağırlıklı olarak yer almaktadır. Aynı dönemde, hisse senetleri piyasasında işlem gören şirket sayısında artışlar görülmektedir.

Tablo 1.10. Özel ve Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri

Özel Kesim	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Hisse Senedi	13,17	8	18	8,4	25,19	10,0	31,92	11,4	40,93	13,8	51,69	16,8
Toplam	13,17	8	18	8,4	25,19	10,0	31,92	11,4	40,93	13,8	51,69	16,8
Kamu Kesimi	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Devlet Tahvili	112,85	69	168,974	79	194,21	76,9	226,96	80,9	241,88	81,6	249,18	81,0
Hazine Bonosu	37,02	23	25,41	11,9	30,27	12	17,81	6,3	9,59	3,2	6,13	2
Özelleştirme Tahvili	1,069	0,7	1,617	0,8	2,932	1,2	3,991	1,4	3,77	1,3	0	0
Toplam	150,939	92	196,00	91,6	227,41	90	248,77	88,6	255,24	86,1	255,31	83
Genel Toplam	164,115	100	214,012	100	252,6	100	280,69	100	296,3	100	307,54	100

Kaynak: SPK, Ekonomik Gelişmeler Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007/2.

Hisse senetlerinin toplam içindeki payı 2002 yılından itibaren %8'lerden 2003 yılında %18'e çıkmış 2004 yılında %10'lara düşmüş daha sonra ise sürekli olarak atarak 2007 yılında %16,8 seviyelerine yükselmiştir. Verilerden kamunun özel sektörü piyasalardan dışlama etkisi son yıllardaki düşüşüne rağmen yeterli düzeyde değildir. Bunun haricinde Türkiye'de menkul kıymet olarak sadece iki adet yatırım aracı kaldığı görülmektedir; kamu tahvil/bonoları ve hisse senetleri.

Aşağıdaki tablo incelendiğinde borsa işlem hacimleri bakımından Türkiye'de hisse senetleri ve devlet tahvillerinin karşılaştırmalı olarak diğer ülkelere göre büyük işlem hacmi farkı olduğunu görülmektedir.

Tablo 1.11. Borsada Karşılaştırmalı İşlem Hacmi

Borsa	Hisse (%)	Devlet Tahvili (%)
Newyork	100	0
Londra	76	24
Frankfurt	93	1
Atina	92	8
Avustralya	99	0
Stockholm	99	0
İstanbul	7	93

Kaynak: World Federation of Exchanges (WFE), December 2007, s. 120.

Yukarıdaki tabloda Türkiye'de devlet tahvillerinin hisse senetlerinin üzerinde dışlama etkisi yarattığını çok açık şekilde görülmektedir.

1.2.2. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Kaynak Aktarmadaki Rolü

Birçok gelişmekte olan ülkenin 1980'li yıllarda baş gösteren borç krizi nedeniyle, uluslararası piyasalardan borçlanma olanakları sınırlanmıştır. Bu gelişmede, ülke içi bazı faktörler borsanın gelişmesinde rol oynamıştır. Bunlar arasında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, yabancı yatırımlara getirilen

yasakların kaldırılması, muhasebe uygulamalarında sağlanan ilerlemeler, borsaların gelişmesini teşvik eden politikalar ve gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllarda sağlanan hızlı büyüme sayılabilir. Bunların yanında gelişmiş ülkelerin emeklilik fonlarındaki, sigorta şirketlerinin aktiflerindeki hızlı artış ve bu ülkelerin yatırımcılarının risk çeşitlendirme ihtiyaçları yabancı yatırımcıları geliştirmekte olan ülkelerin borsalarına doğru çekmiştir. Bunun sonucu olarak, birçok geliştirmekte olan ülkenin menkul kıymetler borsası, özellikle de hisse senedi piyasası hızla büyümüştür.²⁶

Böylece finansal gelişme bir ülkedeki finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi şeklinde tanımlanabilir. Diğer bir tanımda ise finansal gelişme finansal piyasaların gelişmişliği olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülmesinde ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme seviyesi önemli bir gösterge kabul edilmektedir.

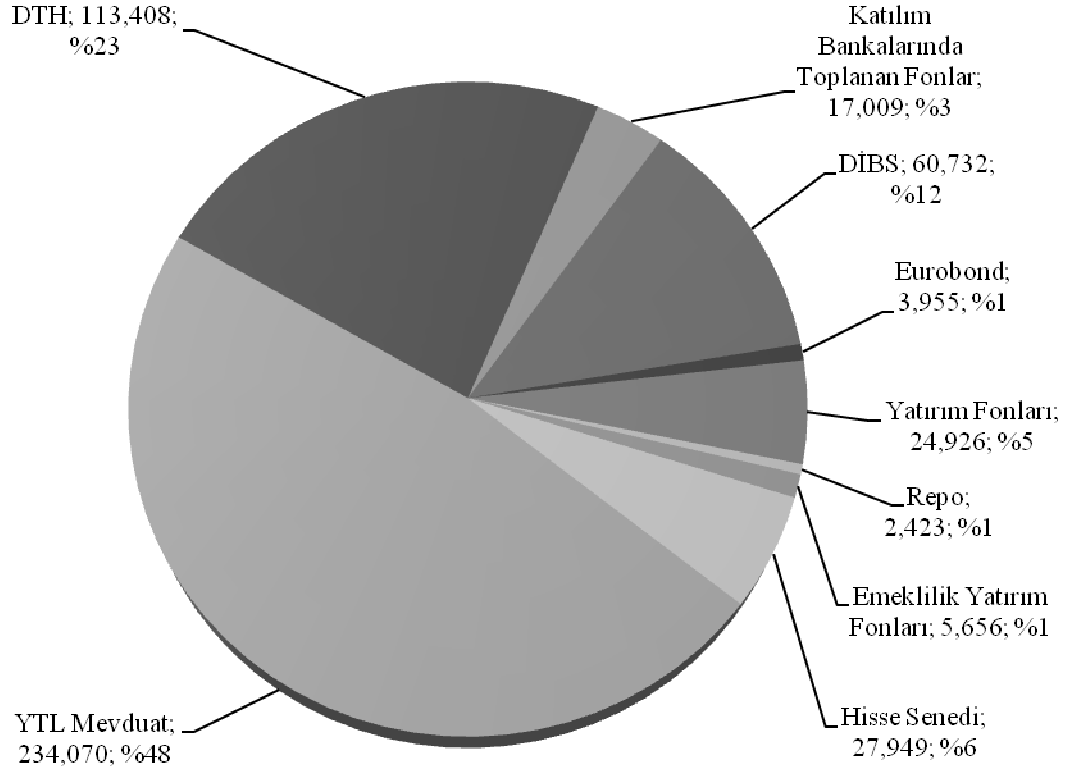
Finans kesimi bir ülkenin ekonomik refahına katkıda bulunan birçok fonksiyon göstermekle birlikte bu fonksiyonlardan en önemlisi kredi dağılımının kalitesi olarak gösterilmektedir. Kredi de diğer mal ve hizmetler gibi arz ve talebe sahiptir. İktisat yazınında ideal bir kredi piyasası, borç alım ve verimlerin rekabetçi bir şekilde yapıldığı ve kredinin fiyatı olan faiz oranı da piyasadaki kredi arz ve talebi tarafından belirlendiği şeklinde tanımlanır. En iyi yatırım olanaklarına sahip bireyler en yüksek oranda faiz oranı almak istediklerinden dolayı, teorik olarak en iyi yatırım fırsatları seçilmektedir.²⁷

Aşağıda verilen şekilde şematik olarak gösterilen Türkiye sermaye piyasasının kaynak dağılımına bakıldığında, Türkiye'de sermaye piyasasında bulunan kaynak içerisinde en büyük payı %49'u mevduat, ikinci en büyük payı %23 ile döviz hesapları, üçüncü en büyük payı %12 payla DİBS'ler, dördüncü en büyük pay %17'lik payla katılım bankalarında bulunan fonlarda, beşinci pay ise hisse senedi piyasasına aktarılan %6'lık kısımdır. Özet olarak, Türkiye'de reel sektörün

²⁶ Güloğlu ve Bekçioğlu, **a.g.e.**, s. 1.

²⁷ Erim ve Türk, **a.g.e.**, s. 25.

borçlanmadan sermaye bulabileceği en kolay yol olan hisse senedi piyasası yeterince gelişmiş düzeyde değildir.



Şekil 1.1. Sermaye Piyasasında Kaynakların Dağılımı

Kaynak: SPK 2008 Yılı Aylık İstatistik Bülteni

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye teorik olarak bakacak olursak. İlk yapılan çalışmalar Bagehot (1873), Schumpeter (1911) ve Gurley-Shaw (1955) yıllar, hatta bir asır önce, bu ilişkiyi harekete geçirmiş olsalar da, bu düşünceye bilimsel bir içerik katmak Davis (1965) ve Sylla (1969) gibi ekonomi tarihçilerine kalmıştır. Bu bilim adamları, özellikle İngiltere ve Amerika'nın tarihi deneyimlerini kullanarak, piyasada öncülüğü olanaklı kılmada, finansal sistemin rolünü tanımlamışlardır. O zamandan beri, makro ve kalkınma iktisatçıları bu ilişkiyi kredi piyasası sürtünmelerini azaltan, gelişmiş finansal sistemler yoluyla hızla büyümeyi başarmış ülkelerin uyguladığı teorik modellerle ve finansal sektörün makroekonomik sonuçlar üzerindeki önemli etkilerini ortaya

çıkaran, ülkelerarası ve zaman serisi çalışmalarıyla daha ciddi bir şekilde incelemiştir.²⁸

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiler, finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetleri vurgulamış ve bunların yenilik ve büyüme için gerekliliğini savunmuş olan Joseph Schumpeter'in çalışmalarında yer almaktadır. Schumpeter, finansal aracı rollerindeki bankaların, teknolojik yeniliği kolaylaştırdığını belirtmektedir. Bankalar tasarrufları bir araya getirmekte, yatırım projelerini değerlendirmekte, yöneticileri denetlemekte ve şirketler hakkındaki detaylı bilgileri daha düşük maliyetle elde edebilmektedir. Finansal araçlar kaynakları daha verimli alanlara yönlendirerek, ekonomik sistem içerisinde çok önemli bir rol üstlenmektedirler.²⁹

Finansal gelişmenin, derinleşmenin ve aracılığın reel faiz oranları ile yakından ilgili olduğu düşüncesinden hareket ederek bilimsel çalışmalarda finansal değişken olarak reel faiz oranlarını kullanan çalışmaların literatürde dikkate değer bir paya sahip olduğu gözlemlenmektedir. Reel faiz oranlarının uygun bir finansal değişken olarak seçimi, McKinnon-Shaw hipotezinden kaynaklanan bir olgudur. Hipotezin temelinde reel faiz oranlarındaki artışın finansal tasarrufları, dolayısıyla yatırımların finansmanında kullanılacak fonları ve yatırımları arttıracığı savıdır.³⁰

Son yıllarda içsel büyüme modelleri, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi göstermek üzere yapılan çalışmalarda sıkça kullanılmaktadır. 1980'li yılların ikinci yarısından sonra, özellikle Paul Romer, Robert Lucas ve Robert Barro'nun öncü çalışmalarıyla hızla gelişme gösteren içsel büyüme yazını, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine önemli katkılar sağlamıştır. Bu modeller finansal gelişmenin, uzun dönem büyüme oranını belirleyen bazı faktörler arasında sayılması açısından, önemli bir zemin teşkil etmektedir. İçsel büyüme modeli (durağan durum büyüme oranı) aşağıda belirtilen ilişki içerisinde değişkenlere göre ifade edilebilir.

²⁸ İsmail Küçükaksoy ve Özgür Aslan, "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", **İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Aralık 2006, Sayı: 4, s. 26.

²⁹ Küçükaksoy ve Aslan, **a.g.e.**, s. 27.

³⁰ Erim ve Türk, **a.g.e.**, s. 27.

$$g = A\varphi s - \delta$$

g: durağan durum büyüme oranı

φ : finansal sistemin etkinliği

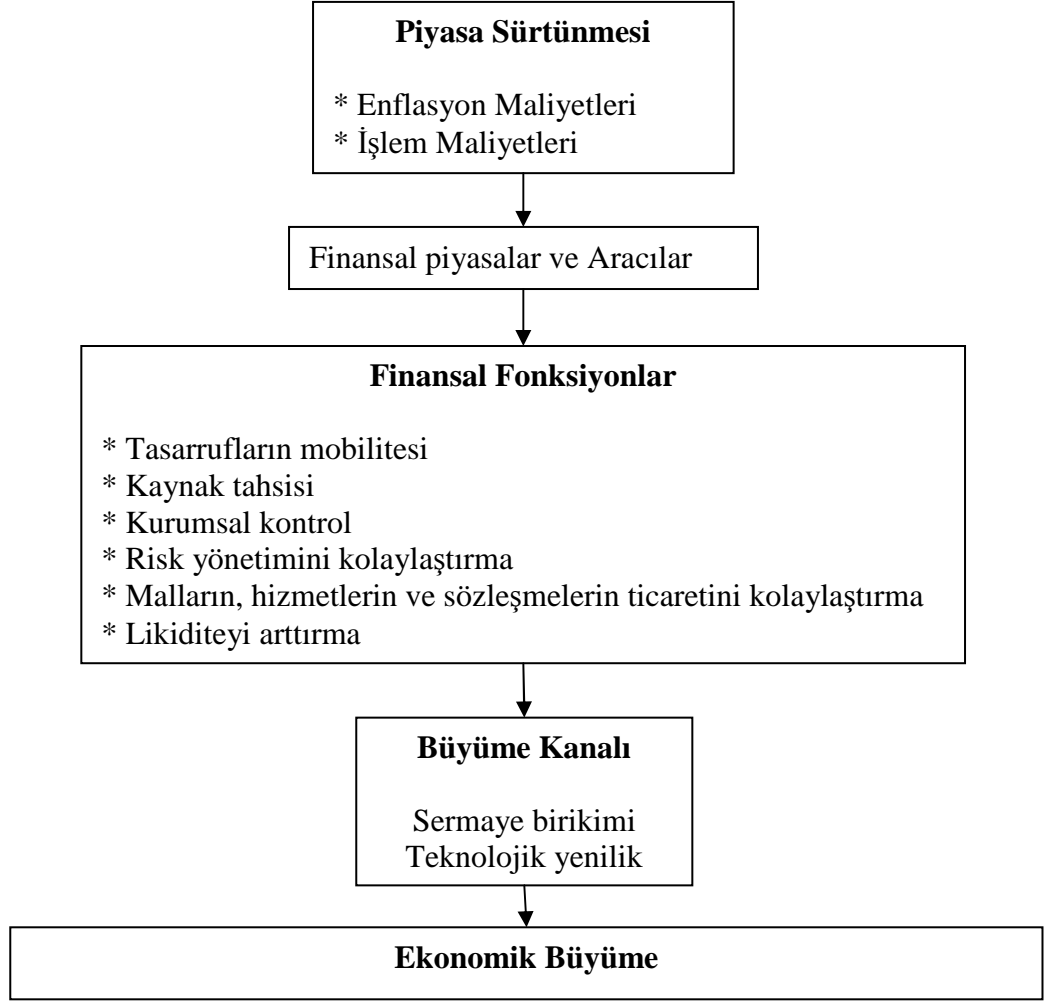
A: sermayenin verimlilik oranı

δ : yıpranma payı

Basit bir içsel büyüme modeline göre, finansal gelişme ekonomik büyümeyi üç şekilde etkileyebilir. Yukarıda belirtilen değişkenlerin, içsel büyüme modeline göre ekonomik büyüme üzerine olan etkileri aşağıdaki şekilde özetlenebilir:³¹

- a) İlk olarak finansal gelişme, sermayenin verimlilik oranını arttırarak ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Etkin bir finansal sistem, fonları marjinal sermaye ürünü en yüksek olan projelere tahsis edecek ve kaynak dağılımını etkinleştirecektir. Sermayenin etkin dağılımı sermayenin verimliliğini, dolayısıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyecektir.
- b) En karlı projenin seçilmesi için diğer alternatif projeler gözlemlenecek, buda belli bir maliyet gerektirecektir. Finansal aracılık sürecinde bu maliyetlerin (φ) azalması, daha çok tasarrufun yatırıma aktarılmasını sağlayacak ve ekonomik büyüme artacaktır.
- c) Finansal gelişme, tasarruf oranını (s) arttırarak ekonomik büyümeye katkı sağlar.

³¹ Küçükaksoy ve Aslan, **a.g.e.**, s. 28.



Şekil 1.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Teorik İlişki

Kaynak: İsmail Küçükaksoy ve Özgür Aslan "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", **İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Aralık 2006, Sayı: 4, s. 28.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiye bakıldığında zaman zaman piyasa sürtünme maliyetlerinin düşmesi piyasa araçlarının kullanımını arttırmakta bu da finansal fonksiyonlardaki artışla ekonomik büyümeyi sağlamaktadır.

Uygulamada şirketlerin finansmanını etkileyen üç tane temel faktör vardır. Bunlar, borç finanslamasına ait vergi avantajları, şirket riski ve piyasa aksaklıkları olarak sıralanabilir.

a) **Borçlanmaya bağlı vergi avantajları:** Şirketler almış oldukları borçlara ait faizleri vergi matrahından düşerek daha az vergi ödeme imkânına kavuşurlar. Bu durum hissedarlar için daha çok kâr anlamına geldiğinden şirketin hisselerini daha değerli kılar. Sonuçta, borçla finanslama, özsermaye ile finaslama göre avantajlı olur.³²

Günümüzde özellikle modern devlet anlayışı içinde ihtiyaçlar her geçen gün artmaktadır. Devletin bu ihtiyaçları karşılayabilmesi için daha fazla harcama yapması gerekmektedir. Devlet artan harcamalarını esas olarak vergi ve benzeri gelirler ile karşılamaya çalışır. Ancak harcamaların gelirleri aştığı dönemlerde kamu kesimi açığı ile karşı karşıya kalmaktadır. Oluşan bu açık menkul kıymetler borsasının işlem hacminin daralmasına yol açmaktadır.

Türkiye'nin kaynak yetersizliğinin ortaya çıkmasında kayıt dışı ekonominin başka bir deyişle vergi kayıp kaçığının çok büyük bir payının olduğu konusunda büyük bir görüş birliği vardır. Vergi, devlet tarafından başta kamu hizmetlerini finanse etmek amacıyla mali güçlerine göre gerçek ve tüzel kişilerden karşılıksız olarak ve devletin egemenlik gücüne dayanarak yasayla alınan mali, iktisadi ve sosyal fonksiyonları olan devletin en önemli temel gelir kaynağıdır.³³

Günümüzde ve diğer gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu olarak görülen kamu finansman açıklarının en başta gelen nedenlerinden birisi de vergi yasalarının etkin bir biçimde uygulanmamasından dolayı vergi sisteminden beklenen gelirin elde edilememesidir.³⁴

Kayıt dışı ekonomi, kamu otoritelerinin denetimi dışında meydana gelen her türlü ekonomik işlem veya faaliyetler olarak tanımlanabilir. Türkiye'de sermaye birikiminin sağlanmasına ve özel girişimlerin

³² Güloğlu ve Bekçioğlu, **a.g.e.**, s. 3.

³³ Famil Şamiloğlu, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Bir Değerlendirme", **Mali Çözüm, İSMMMO Yayın Organı**, Nisan-Mayıs-Haziran 2001, Sayı: 55, s. 32.

³⁴ Şahin Akkaya, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi İdaresi", **Vergi Sorunları Dergisi, Maliye Kontrolörler Derneği Yayınları**, Haziran 1995, Sayı: 81, s. 48.

oluşturulmasına yönelik uygulanan temel ekonomik tercihler sonucunda sermaye piyasasının gelişmesi için nakit ve servet hareketlerinin incelenmesini engelleyecek düzenlemelerin yapılması, hamiline yazılı hisse senedinin yaygınlaşmasına imkân verilmesi kayıt dışı ekonominin boyutlarının artmasına neden olmuştur.³⁵

Kamu giderleri genel olarak vergi, resim, harç, mülk ve girişim gelirleri, vergi ve para cezaları gibi kamu gelirleri ile karşılanır. Fakat devletin bu olağan giderleri dışında bazen de beklenmedik şekilde ya da çok büyük miktarda giderler yapması gerekir ki bunların yukarıda sayılan kamu gelirleriyle karşılanması olanaksız olur. Bu yüzden devlet kamu gelir ve gider dengesini kurabilmek için borçlanmaya başvurur.

Türkiye’de özellikle 1987 yılından sonra, hızla büyüyen kamu açıklarının finansmanında, kamunun malî sistem içinde büyük oranda fon talep etmesi ve özel kesim için kullanılabilir fon arzını sınırlandırması, ekonomide yaşanan dalgalanmaların ana nedeni olmuştur. Kamu kesiminin maliyet-getiri karşılaştırmasına dayanmayan ve dolayısıyla da ekonomik açıdan rasyonel olmayan tutumu bir yandan malî politikanın etkinliğini diğer yandan da para politikasının uygulanabilirliğini olumsuz yönde etkilemiştir.³⁶

Kamu politikasının en önemli araçlarından olan maliye ve para politikalarının finans piyasaları üzerinde çok güçlü ve hatta tamamen alt üst edici bir etkisi vardır. Finansal varlıkların değeri, finansal kaynakların dağılımı, finansal aracılık süreci, faiz oranları düzeyi ve enflasyon oranı ekonominin gidişatı üzerinde önemli etkilere sahiptir.³⁷

Devletin yüksek oranda borçlanması ve kamu bankalarının görev zararlarının büyük boyutta olması nedeniyle, kamu borçlanma gereğinin

³⁵ Şamiloğlu, **a.g.e.**, s. 32.

³⁶ Cüneyt Yenal Kesbiç, “1980 Sonrası Dönemde Kamu Kesiminin Özel Kesimi Dışlama Etkisi: Bir Model Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Kasım 1998, Cilt:13, Sayı: 2, s. 162.

³⁷ Henry Kaufman, “Public Policy and the Markets: Behavior of the Economy”, (Date of the speech: Feb. 2002), **Vital Speeches of The Day**, Ritsumeikan Asia Pacific University, March 3rd 2002, Vol. 68, No. 8, s. 235-238.

düşürülmesi ve söz konusu bankaların mali istikrar ve disipline kavuşturulması, finansal sektörde kurumsal yatırımcıların etkinliğinin artırılması, kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlayacaktır.

Üretimin ve ihracatın arttırılmasının, adil bir vergi sistemiyle kayıt dışı ekonominin kayda alınmasının, devletin borçlanma ihtiyacının ve maliyetinin azaltılmasının, KOBİ'lerin çok boyutlu sorunlarının aşılaraq büyütülmesinin, özelleştirmenin hızlandırılması yoluyla bir yanda KİT'lerin bütçe üzerindeki yüklerinin kaldırılmasının diğer yandan da sağlıklı işleyen bir piyasa ekonomisinin oluşturulmasının, siyasi istikrarın kurulmasının ve sağlıklı bir bankacılık sisteminin İMKB'nin derinlik kazanmasına büyük katkılar sağlayacaktır.

b) Şirket riski: Borçla finanslamanın vergi avantajları olmasına rağmen, aşırı derecede borçlanma şirketi finansal açıdan risklere daha duyarlı hale getirir. Bu durumda, şirketin iflâs etme olasılığı yükselir ve sonuçta tahvil ve hisse senedi ihraç maliyeti artar. Sermaye yapısını, tahvil ve hisse senedi riskini belirli bir düzeyde tutmak için ayarlayan şirketlerin sermaye maliyetleri düşük olmalıdır. Faaliyet gösterdikleri sektörün yapısına bakarak, borç/özsermaye oranı yüksek şirketler, daha çok özsermaye finanslaması yolunu seçebilirler, ya da tersine bu oran düşükse, borç finanslamasını tercih edebilirler.

c) Piyasa aksaklıkları: Piyasa aksaklıkları çok çeşitli olmakla birlikte en genel piyasa aksaklıkları dört başlık altında toplanabilir:

1. Piyasa bölünmüşlüğü: Piyasa bölünmüşlüğü burada farklı yatırımcı gruplarının riski değişik şekilde ölçmelerini ya da yalın bir ifadeyle, yatırdıkları sermaye üzerinden farklı getiri oranları talep etmelerini ifade etmektedir. Şirketler, piyasada mevcut finansal araçlardan en ucuzunu seçerek, sermaye maliyetlerini en aza indirmeye çaba gösterirler.

2. Portföy çeşitlendirmesi sorunları: Hisse senedi piyasasında aksaklıklar olan bir ekonomide, girişimciler portföy çeşitlendirme maliyetiyle karşılaşır. Şirket dışı yatırımcılar prim talep edeceklerinden, nakit olmayan piyasa da hisseleri işlem gören şirketler, hisselerini ancak belirli bir maliyet ödeyerek ihraç edebilirler. Portföy çeşitlendirme maliyetleri şirket sahiplerini finansal piyasalardan uzaklaştırarak bu piyasalardan yararlanmalarını önler. Ayrıca, şirketin yatırım ve üretim kararlarının, şirket sahibinin kişisel portföyü en uygun hale gelecek şekilde değişmesine neden olur. Aslında böyle bir durum, şirket sahibinin kişisel olarak yararlanamayacağı vergi indirimlerinden, şirketin mali politikalarını değiştirerek, dolaylı olarak yararlanmasına benzemektedir. Burada vurgulanması gerekli nokta, şirket sahibinin uygun bir risk-getiri oranını sağlamak amacıyla kendi şahsi portföyünü değil de, şirketin yatırım politikalarını değiştirme yoluna gitmesidir.

Şirkete ait yatırım politikası, şirket sahibinin portföyünü en uygun biçimde çeşitlendirme yeteneğine sahip olamaması nedeniyle değişik şekillerde etkilenebilir. Öncelikle, şirket kendisinin karşılaştırılmalı bir üstünlüğe sahip olmadığı alanlarda yatırım yapmaya zorlanabilir. Ayrıca şirket uzun dönem riski yüksek, sermaye yoğun üretim tekniklerinden görece daha az kullanmaya mecbur edilebilir. Nihayet, şirket halka tam olarak açılmadığından, yapılan yatırımlar olması gereken düzeyden daha az olabilir.

3. Yatırımcılar ve şirket arasındaki çıkar çatışmaları: Bir şirketten çıkar sağlayan birçok taraf vardır. Bunlar arasında hissedarlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, işçiler, bankalar ve benzerleri sayılabilir. Bu tarafların çıkarları birbiriyle ve şirketle her zaman uyuşmaz ve çıkar çatışmaları meydana gelebilir. Bu tür çıkar çatışmaları şirket sahibini, ya da onun temsilcileri olan yöneticileri diğer tarafların çıkarlarını zedeleyecek bir tutuma sevk edebilir. Böyle bir durumun mevcudiyeti piyasada algılandığı anda şirketin mali

kaynak bulması güçleşir. Ancak, şirket dışı yatırımcılar ile şirket arasındaki ilişkiler bir anlaşma ile en uygun bir biçimde kayıt altına alınır, şirket sahibinin diğer taraflara karşı fırsatçı, yani bencil bir davranış içinde olması önlenir.³⁸

4. Borsa gelişiminin şirketlerin sermaye yapılarına etkisi: Borsanın gelişiminin şirket davranışlarına etkileri teorik olarak son yıllara kadar detaylı bir biçimde incelenmemiştir. Son yıllarda popüler hale gelen ve finansal piyasaları entegre eden “içsel büyüme” modelleri borsa tarafından sunulan hizmetlerin şirketlerin sermaye yapılarını etkileyebileceğini göstermişlerdir. Borsa kurulmadan önce şirketin iç kaynaklarla, ticaret ve banka kredileriyle finanse edildiği varsayılabilir. Borsa henüz kurulmadığı için, şirketin borç/özsermaye oranı en uygun seviyede olmayacaktır. Şirketin başlangıçta borsadan yararlanamaması onun aşırı derecede borçlanmasına neden olabilir. İkinci ihtimal olarak, şirket yeterli kaynak bulamadığından birçok büyüme fırsatından yararlanmamış olabilir. Bu durum çeşitli nedenlerden dolayı meydana gelebilir. Bu nedenler aşağıda sayıldığı gibidir:

- Şirketin büyümesi yalnızca şirket sahibinin sermayesiyle ya da onun aldığı borçlarla finanse ediliyorsa, riski ve getirisi yüksek yatırımlar, portföyünü iyi bir biçimde çeşitlendirememiş bir şirket sahibi yüzünden risk sınırlarının artmasına ve çekiciliklerinin kaybolmasına yol açarlar.
- Bazı projeler özsermaye finanslaması gerektirir ve borçlanma finanslamasına uygun değildirler.

³⁸ Güloğlu ve Bekçioğlu, a.g.e, s. 4-5.

- Bilgi toplulaştırma işlevini etkin olarak yerine getiremeyen piyasalarda, asimetrik bilgi, hisse senedi ihracı yoluyla finanslamanın maliyetini artırır.³⁹

Finansal piyasalar, ekonomi içerisinde çok önemli fonksiyonlar yerine getirmektedirler. Finansal piyasalar küçük tasarruf sahiplerinden topladıkları tasarrufları, yatırımlara yönlendirmekte ve çeşitli finansal belgeler sunarak tasarruf düzeyini arttırmaktadır. Bunun sonucu olarak artan tasarruf ve yatırımlar, ekonomik büyümeyi olumlu şekilde etkilemektedir. Bunlara ek olarak, finansal piyasaların tasarrufları en verimli oldukları alanlara tahsis etmesi, son yıllarda içsel büyüme modelleri tarafından vurgulanmakta ve teorik olarak da gösterilmektedir.

Türkiye’de sermaye piyasasının reel sektöre kaynak aktarmadaki rolüyle ilgili yapılan çalışmalara bakıldığında Küçükaksoy ve Aslan (2006) Türkiye için Granger nedensellik sınaması kullanılarak, 1970-2004 yılları arasında incelenmiştir. Granger nedensellik sınaması sonuçlarına göre, Türkiye’de finansal gelişme ekonomik büyümenin nedeni olmaktadır ya da ekonomik büyümeyi öncelemektedir. Yani ilişkinin yönü arz öncüllü hipotezin desteklediği gibi finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tahmin edilmektedir.⁴⁰

Güloğlu ve Beki (2001) alışmasında 1992-2000 yıllarını kapsayan bir dönem için imalat sanayinde faaliyet gösteren ve İMKB de hisse senetleri işlem gören en büyük 42 şirketin sermaye yapılarının borsadaki gelişmelerden ne derece etkilendiklerini ortaya çıkarmaya çalışmışlar. Elde edilen sonuçlar Türkiye de borsa gelişiminin şirketlerin, özellikle de küçük şirketlerin kısa ve uzun dönemle, toplam borç/zsermaye oranlarını anlamlı biçimde etkilediğini göstermektedir. Daha açık bir ifadeyle borsa geliştikçe küçük şirketler

³⁹ Güloğlu ve Bekçioğlu, **a.g.e.**, s. 7-8.

⁴⁰ Küçükaksoy ve Aslan, **a.g.e.**, s. 28.

hem özsermaye ile finanslamayı artırırlorlar hem de daha çok borç bulma olanağına kavuşuyorlar. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, borsa gelişimi küçük işletmelerin özellikle kısa dönem borç/özsermaye oranı üzerinde etkili olmaktadır. Uzun dönem borç/özsermaye oranı İMKB'deki gelişmelerden fazla etkilenmemektedir. Borsanın gelişmesi bankacılık sektörüne zarar vermez hatta bu sektörün gelişimine yardımcı olur. Bu sonuç İMKB çalışmalarına özgü olmayıp daha önce birçok iktisatçı tarafından da elde edilmiştir. Çalışmalarda ayrıca borsa ve banka yoluyla verilen hizmetlerin birbirlerini ikame etmediği, tersine birbirlerini tamamladıkları yolundaki tespit doğrulanmaktadır.⁴¹

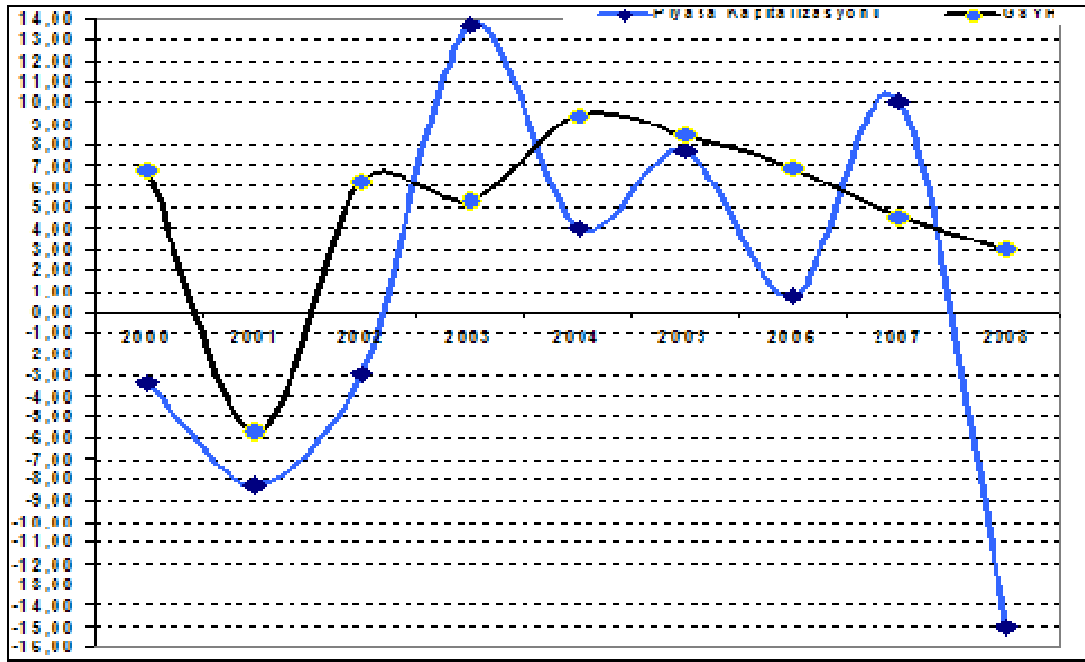
1.2.3. Ekonomik Kalkınmada Sermaye Piyasasının Rolü

Bir ülkede ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi ve bunun sürekli kılınması için üretim hacmi devamlı arttırılmalıdır. Üretim hacmindeki artışlar ise ancak üretken yatırımlardaki artışlarla gerçekleştirilebilir ve tasarruflar da bu yatırımların finansmanında önemli bir rol oynamaktadır. Tasarrufların arttırılması ve yatırıma yönlendirilmesi süreci, para ve sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde kendiliğinden işleyebilir. Fakat para ve sermaye piyasalarının gelişmediği ülkelerde, bu süreç çeşitli ekonomik ve politik nedenlerle aksayabilir.⁴²

Türkiye'de sermaye piyasalarının ekonomik büyümeyle ilişkisi aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.

⁴¹ Güloğlu ve Bekçioğlu, **a.g.e.**, s. 24-25.

⁴² Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım, İstanbul, 1995, s. 112.



Şekil 1.3. Türkiye’de Piyasa Kapitalizasyonu ile GSYİH Arasındaki İlişki

Yukarıdaki şekle göre 2000-2002 arasında GSYİH gelişme hızlarındaki düşüşü piyasa kapitalizasyonunun izlediğini görülmektedir. 2003-2007 döneminde 2005 yılı hariç paralel ilişki devam etmemektedir. 2008 yılında ise dünyadaki sermaye piyasalarında yaşanan kriz nedeniyle piyasa kapitalizasyonunun hızla GSYİH gelişme hızındaki düşüşten daha hızlı düştüğü görülmektedir.

Türkiye’de 30 Temmuz 1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Böylece istenilen düzeyde gelişmeyen ve sanayi sektörünün ihtiyacı olan finansmanı doğrudan sağlamayan sermaye piyasası, devlet tarafından organize bir piyasa haline getirilmiştir. Diğer taraftan, tasarrufların değerlendirilebileceği yeni yatırım seçeneklerinin ortaya çıkması sağlanmıştır.

Türkiye’de sermaye piyasası ihtiyacının artması, ekonomik ve sosyal gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu gelişmelere aşağıda maddeler halinde yer verilmiştir.

1. Ekonomik Gelişmeler: Türkiye’de sermaye piyasası ihtiyacını artıran ekonomik gelişmeler, menkul kıymet arz edenler ile talep edenler ve kamu idaresi açısından değerlendirilebilir.

a) Finansman İhtiyacı Olanlar Açısından: Üretim ve yatırım faaliyetlerinden, satış noktasına kadar, uzun bir zaman geçer. Girişimciler, mal veya hizmetlerin bedellerini, üretimin son safhası olan satışta elde ederler. Oysa ücret, hammadde, faiz, kira gibi harcamalar, üretim ve yatırım faaliyetleri ile başlar.

Girişimcilerin giderleri ile gelirleri arasındaki bu zaman farkından dolayı, işletme dışı kaynaklara başvurma ihtiyacı doğmaktadır. Bu finansman ihtiyacını iki tür piyasa karşılar. Kısa vadeli olanları, para; uzun vadeli olanlar ise, sermaye piyasası karşılar. İşletmelerin, işletme-içi ve işletme-dışı bazı faktörlerin etkisiyle, finansman ihtiyaçları artmıştır. İşletme-içi faktörler arasında, üretim için seçilen ölçek ve teknoloji yer alırken; işletme-dışı faktörler arasında, fiyatlar genel seviyesi yer alır.⁴³

Türkiye’de Planlı Dönem ile birlikte, daha büyük ölçekli işletmeler kurmak veya mevcut ölçekli büyütme problemleri ortaya çıkmıştır. Girişimcilerin kişisel sermayeleri, bu problemleri çözmek için yeterli değildir.

Sermaye piyasalarının gelişimi finansman sorunu olan girişimcilerin finansman sorununu çözmeye para piyasasına göre daha az maliyetli bir yol olarak öne çıkmaktadır.

b) Tasarrufların Arttırılması: Düzenli çalışan bir sermaye piyasası her şeyden önce tasarrufçuya güven verecektir. Tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendiren kişi alternatif tasarruf araçlarına göre niteliklerinden biri, tasarrufun enflasyon karşısında korunmasıdır. Bunu en kolay sağlayacak mekanizma sermaye piyasasıdır. Zira

⁴³ Ay, a.g.e., s. 85.

sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetler, ülkenin güvenilir ve büyük işletmelerinin ortaklık ya da borçluluk belgeleridir. Enflasyon nedeniyle paranın değeri düşerken, bu işletmelerin verimliliğine paralel olarak bu belgelerin değerleri artacaktır. Sonuçta en yüksek seviyede nemalandırılmış olacaktır.⁴⁴

Sermaye piyasası araçlarının miktarı ve çeşit yönünden zenginliği, likiditelerinin yüksekliği, kurumlarının yaygınlığı sayesinde tasarrufluların tercihini sermaye piyasasından yana kullanmalarını sağlamaktadır.

c) Kamu Açısından: Planlı dönem ile başlayan kalkınma hareketleri, kronikleşen bütçe açıklarının varlığı, enflasyonun devamlı artması, sosyal devlet olgusunun yaygınlaşması, bir ekonomi politikası aracı olarak kamunun açık piyasa işlemlerini kullanmasıdır.

Türkiye’de sermaye piyasasının gelişmesine neden olan faktörler; özellikle 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren kamunun bütçe açıkları, menkul kıymet ihracı yoluyla giderilmeye başlanmıştır. Fakat bütçe açıklarının geçici bir durum olmayıp, süreklilik arz etmesi, kamu borçlanmasının hızla yükselmesine ve bu borçların faiz ödemelerinin de bütçe açıklarına katkıda bulunmasına neden olmuştur. Bu süreklilik nedeniyle kamunun menkul kıymet ihracı yolu ile mali piyasalarından borçlanması özel sektör yatırımlarını olumsuz yönde etkilemektedir.⁴⁵

Bu olumsuzluğun nedeni devletin borç faizine özel sektörden daha az duyarlı olmasından kaynaklanabilir. Çünkü devlet borçlanmayı özel sektör gibi kar amaçlı yatırımların finansmanın da kullanmadığından faiz oranına daha az duyarlıdır. Bu durumsa özel sektör üzerinde dışlama etkisini ortaya çıkaracaktır. Özellikle yüksek enflasyon

⁴⁴ İsmail Mazgit, **Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1991, s. 81.

⁴⁵ Ay, **a.g.e.**, s. 86.

dönmelerinde Türkiye’de yatırımların artmamasının nedeni dışlama etkisidir.

2. Sosyal Gelişmeler: Gelişmiş bir sermaye piyasası, toplumların sosyal hayatında meydana gelebilecek bu tür dengesizlik ve istikrarsızlıkları giderici bazı olumlu etkiler yapabilir. İyi çalışan bir sermaye piyasasının sosyal hayatta nasıl etkili olacağını üç başlık altında incelenebilir. Bunlar:

a) Mülkiyet ve Servet Dağılımının Etkilenmesi: Sermaye piyasasında fon talep edenler, talep ettikleri fon karşılığında işletmelere ortaklık hakkı veren ya da işletmelerin borcunu temsil eden belgeler çıkarmaktadır. Ortaklık hakkı veren hisse senetleriyle işletmenin mülkiyeti el değiştirmekte; işletmelerin borcunu temsil eden tahvil gibi menkul kıymetlerle servet el değiştirmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasasında hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerin alım-satımı ekonomide var olan mülkiyet ve servet dağılımını değiştirmektedir.

Sermaye piyasası aracılığıyla mülkiyet ve servet dağılımı değiştirilmektedir. Ücretlilerin tasarruflarını sermaye piyasasına yönlendirmeleri ölçüsünde, mülkiyet ve servet dağılımından pay almaları mümkün olmaktadır. Elde edilen mülkiyet ve servet, ücret ve maaş geliri elde edenlerin lehine değişebilir. Çünkü mülkiyet ve servet nedeniyle dönem sonlarında kar payı, faiz ödemeleri alınması yoluyla daha fazla tasarruf yapma olanağı elde etmektedir. Ancak ekonomilerdeki yapısal bozukluklar bu olumlu etkileri ortadan kaldırmaktadır.⁴⁶

b) Gelir Dağılımında Denge Sağlayarak Tasarruflarını Arttırması:
Her ülke ekonomisinin temel sorunlarından biri gelir dağılımındaki

⁴⁶ İsmail Mazgit, **Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1991, s. 84.

adaletsizliktir. Bu amaçla hemen her ülke bu soruna yönelik politikalar uygularlar. Ancak gelişmiş sermaye piyasasına sahip olan ülkelerde bu sorun daha az görülebilmektedir.

Sermaye piyasası aracılığı ile yatırım sermayesi olarak üretime giren küçük tasarruf, belli bir dönem sonunda üretimin sonuçlarından pay alarak tasarrufçunun gelirini arttırmaktadır.

Sermaye piyasası yoluyla mülkiyetin yaygınlaştırılması, ilk aşamada küçük tasarruf sahiplerinin gelirini az da olsa artıracak daha sonra ise sermaye artırımları yoluyla oluşan servetten bu ortakların da yararlanmaları söz konusu olacaktır. Bu oluşumun toplumdaki diğer bireylerce de görülmesi ise, tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesini sağlayacaktır.⁴⁷

c) Yönetime Katılmayı Sağlayarak Tasarrufların Arttırılması: Hisse senetlerini aldıkları işletmelerin yönetimine katılma, genel kurulda oy kullanma ve alınacak kararlarda söz sahibi olabilme gibi avantajlar, toplumdaki sosyal konumu geliştirmek ve saygınlık sağlamak isteyen fertleri sermaye piyasasına yönlendirecektir. Dolayısıyla sermaye piyasasında değerlendirilen tasarruf artması da mümkün olacaktır.

1.2.4. Menkul Kıymet Borsalarının Ekonomik Büyüme Etkisi

Menkul kıymet borsaları hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp satıldığı pazarlardır. Bu pazarların en önemli özelliği borç verenlerle borç alanları doğrudan doğruya karşı karşıya getirmesidir. Menkul kıymet borsalarında şeffaf bir ortamda standart yöntemlerle fon akışı sağlandığından dolayı yatırımcılar daha kolay risk alabilir. Böylece tasarruflar verimli alanlara

⁴⁷ Nihal Kargı, **Ekonomik Kalkınmada Sermaye Piyasasının Rolü ve Tasarrufların Alternatif Yatırım Araçları Arasında Dağılımı: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 1996, s. 112.

aktarılmaktadır. Menkul kıymet borsalarının ülkelerin gelişimine önemli katkıları vardır.⁴⁸

1. Menkul kıymet borsaları ile halkın tasarruflarının şirketlere sermaye olarak çekilmesi sağlanabilmektedir.
2. Bankalardan alınan yüksek riskli ve kısa vadeli krediler yerine şirketler açısından çok daha düşük riskle uzun vadeli kaynak sağlanmaktadır.
3. Bu kaynakların da yatırımlara dönüştürülmeleri ulusal ekonominin de gelişimine katkıda bulunmaktadır.

Menkul kıymet borsalarının ekonomik büyümeye başlıca etkileri aşağıda sayıldığı üzere:

a) Tasarruflara Hareket Kazandırmak: Borsalar, menkul kıymet arzı ile talebini karşılaştırırlar. Dolayısıyla, fon talep edenler, tasarrufçuları değerlendirmek isteyenlerin çıkarları için kurulmuş bir pazardır. Eğer borsalar tarafından menkul kıymetlere veya tasarruflara bu olanak sağlanmamış olsa idi; tasarruf sahipleri, fon talep edenler ile ellerinde menkul kıymetleri likiditeye çevirmek isteyenler, bir bunalım ve tıkanıklığa girebilirdi.⁴⁹

Finansal sistemlerde yatırımların finansmanında iki farklı finansman modeli bir arada kullanılmaktadır. Bu finansman modelinin birincisinde, bankacılık sistemi etkin bir rol üstlenirken ikinci modelde ise, sermaye piyasaları ön planda bulunmakta ve asli işlevleri üstlenmektedir.⁵⁰

Gelişmekte olan ülkelerde fonların toplanması ve dağıtılmasında birinci model olan bankacılık sistemi ağırlıklı model, etkin bir rol oynamaktadır.

⁴⁸ Hüseyin Ağır, **İMKB'nin Ekonomik Büyümeye Katkısının Ekonometrik Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahraman Maraş, 2003, s.88.

⁴⁹ Ay, **a.g.e.**, s. 80.

⁵⁰ Suna Oksay, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Yeni Yasal Düzenlemeler", **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi**, Haziran 2000, Sayı:13, Yıl: 6, Cilt: 3, s. 1.

Bu ülkelerde, bankacılık sistemi piyasada %90'lık bir paya sahiptir. Ancak, ekonominin gelişme süreci tamamlandıkça bankacılık sistemi yerini, sermaye piyasası kurumlarına bırakmaktadır. Bu nedenle, kalkınmasını sağlamış olan gelişmiş ülkelerde, bankacılık sisteminin, sistemdeki payı %90'lardan %40'lara kadar düşmektedir. Türkiye finans piyasalarının gelişmiş en önemli kurumları olan bankalar, yıllardır, reel kesime kaynak yaratmada, mevcut yatırımların finansmanında ve yeni üretim kapasitelerinin yaratılmasında etkin roller üstlenmişlerdir. Türk finans piyasasında, tasarrufları bankacılık sistemine çekmede en önemli finansal araç mevduat olmuş, yüksek enflasyon ve kamunun borçlanma gereği nedeni ile ulaşılabilen yüksek maliyetli fonlar, yüksek aktarma maliyeti ile reel kesime aktarılmaya çalışılmıştır.

Sermaye yetersizliği nedeni ile büyüemeyen sistem içinde kredilendirme mekanizması çalışamaz hale gelmiş ve bunun sonucunda, reel kesimi finansman ihtiyacını karşılamada alternatif yöntem arayışı içine sokmuştur.

Bir ülkede tasarruflara hareket kazandırabilmek için iki faktöre büyük rol düşmektedir:⁵¹

1. Finans piyasalarındaki aracı kurumların çeşitliliğinin fazla olması gerekir, fon arz ve talebinin artmasına ve çok daha fazla fon talebinin karşılanabilmesine yol açacaktır. Bu nedenle, finansal derinleşmenin bir göstergesi olarak, finansal kurumların çeşitliliği büyük önem taşımaktadır.
2. Finansal derinleşmenin bir göstergesi olarak, finansal kurumların çeşitliliği kadar, finansal araçların da çeşitliliği çok önemlidir. Türkiye finansal piyasalarını incelediğimizde ise, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında işlem gören başlıca finansal araçların bir kısmının Türkiye'de kullanıldığı görülmektedir. Ancak Türkiye'de finansal

⁵¹ Oksay ve Akbulak, **a.g.e.**, s. 4.

kurumların çeşitliliğinin yeterli olmaması yanında, finansal araç çeşitliliğinin de az sayıda kurum tarafından sağlanması derinleşmesini tamamlamadığını gösteren önemli göstergelerden biridir.

b) Likidite Fonksiyonu: Nakit pazarların mevcut olmadığı ekonomilerde yüksek verimli bir projenin finansmanı olanaksız olabilmektedir. Borsalar nakit olduklarından tasarruf sahiplerinin fonları üzerinde kontrol olanağı sağlarlar ve böylece yatırım projelerini sürekli finansman olanağı sağlarlar. Nakit borsalar uzun vadeli yatırımların risk maliyetini düşürmektedir. Yatırımcılar da istedikleri zaman sahip oldukları hisselerini ellerinden çıkarabilecekleri için güven duymakta ve uzun vadeli düşünerek yatırım yapabilirler.

Borsalar, birincil piyasada halka arz edilen menkul kıymetlerin, vadesinden önce likiditeye çevrilmesini sağlarlar. Birincil piyasada menkul kıymetlerin vadesinden önce likiditeye çevrilmeleri olanaksızdır. Eğer ikincil piyasaların bu işlevi olmasa idi, elindeki menkul kıymeti, ihtiyacı olan paraya çeviremeyeceği için, hiç kimse menkul kıymet almak istemezdi. Ancak likidite işlevi beraberinde insanların menkul kıymet borsalarına yönelmelerin sağlayarak alternatif kaynak bulmayı sağlamıştır.⁵²

c) Mülkiyeti Tabana Yaymak: Finansal sistemin olmadığı durumlarda ekonomide projeler genellikle, proje sahibinin ve çevresinin kısıtlı olanakları çerçevesinde gerçekleştirilir. Tüm ekonomilerde genellikle mevcut olan güven sorunu nedeniyle, proje sahibini iyi şekilde bilmeyen sermaye sahibi hane halkı, işletmeler ve yabancılar bu projelerde yer almayı reddedebilmektedirler. Bu ise yapılacak projelerin boyutunu sınırlar, sadece risk düzeyi düşük olan küçük ve orta ölçekli projelerin gerçekleştirilmesine olanak verir. Halbuki, finansal sistem bu güven sorununu minimize ederek, finansal sistem aracılığıyla diğer

⁵² Ay, a.g.e., s. 81.

yatırımcıların projelere sermaye yatırmasını olanaklı kılmaktadır. Bu ise büyük ve riskli projelerin hayata uygulanmasına olanak verir

Şirket finansmanı için menkul kıymet borsalarında halka arzlarıyla birlikte mülkiyette toplumun her kesimine dağılır. Bu açıdan menkul kıymet borsaları şirket karlarının geniş halk kitlelerine dağılmasını sağlar. Böylece toplumsal sınıflar arasında dengesiz dağılan mülkiyetin geniş halk kitlelerine yayılması sağlanmış olur.

d) İşletme Denetimi: Borsalar, ekonomik büyümeyi işletmelerin denetimi aracılığıyla da etkilemektedir. Etkin borsalara sahip ekonomilerde işletme yönetiminin başarısı hisse senedinin performansı ile ilişkilendirilebilir. Bu durum işletme yöneticileri ve ortaklarını bir çıkar birliği etrafında toplamakta ve şirketin başarısı için daha fazla çalışma gereksinimi oluşturmaktadır. Böylelikle ekonomik büyümenin hızlanması teşvik edilmektedir.⁵³

Fiyat mekanizması aracılığı ile başarılı şirketler desteklenmiş, başarısızlar ise dışlanabilir. Böylelikle şirketlerin geçmiş ve mevcut değerleri hakkında bilgi edinen yatırımcılar tarafından işletme üzerinde denetim sağlanabilir.

1.3. HALKA ARZ VE HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKET

Çalışmanın bu bölümünde halka arz kavramı, halka arz yapabilecek şirketler ve halka arza aracılığın esasları konuları işlenmiştir.

1.3.1. Halka Arz Kavramı

Halka arzın çeşitli tanımları bulunmaktadır. Halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak

⁵³ Ağır, a.g.e., s. 91.

tanımlanabilir.⁵⁴ En genel anlamı ile halka arz, kapalı bir şirketin sermaye yapısında, bu şirkete halkın katılmasına olanak verecek düzeltmelerin yapılması olarak tanımlanabilir.⁵⁵ İşletmeler, kuruluş aşamalarında genellikle kendileri şirket yöneticileri olan birkaç ortak tarafından oluşturulurlar. Bu tip işletmelere şahıs ortaklıkları adı verilir. Ancak zamanla şahıs ortaklıkları büyümeye başladıkları zaman iç kaynakları yeterli olmamaya başlar ve büyümelerini finanse edebilecek yöntemler ararlar. Bunun için iki yol vardır; yabancı kaynaklar ve özkaynaklar. Yabancı kaynaklar, işletmelerin borçlanmaları yoluyla oluşur. Bu durumda, işletmelerin önceden belirlenmiş bir zamanda borçlarını ve bu borçlarla ilgili oluşan faiz ödemelerini yapma yükümlülükleri bulunmaktadır. Buna karşılık, özkaynaklar yoluyla elde edilen kaynaklar önceden belirlenmiş dönemlerde ve tutarlarda ödeme yapma zorunluluğu olmadığı için işletmeler tarafından tercih edilmektedir.⁵⁶ Özetle, halka açılma işletmelerin, sermaye piyasaları yoluyla sermayelerini artırma işlemidir. Bir başka tanımla, halka açılma bir işletmenin yeni ortak edinmek üzere hisse senetlerini belli bir aile, belirli bir grup veya kişinin elinden çıkararak halka satmasıdır.⁵⁷

Halka arz kavramının Sermaye Piyasası Kanununa göre genel tanımı, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla payların veya hisse senetlerinin satışı şeklindedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açılma, “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrısı, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, pay senetlerinin borsalar veya örgütlenmiş diğer piyasalarda işlem görmesini ifade etmektedir”.⁵⁸ Sermaye Piyasası Kanunu halka açık anonim şirketi “hisse senetleri halka arz edilmiş veya halka arz edilmemiş anonim ortaklıklar” olarak tanımlamaktadır. Bu tanıma göre anonim ortaklıklar iki şekilde halka açık anonim

⁵⁴ Arman Arman Afrashi, **Borsada Kazanmak**, 2. Basım, Beta Basım, İstanbul, 2004, s. 124.

⁵⁵ Yavuz Akbulak, “Anonim Şirketlerin Halka Açılmaları ve Sonuçları”, **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Mart-Nisan 2003, Yıl: 40, Sayı: 469, s. 27.

⁵⁶ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 7. Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998, s. 481-482.

⁵⁷ Zafer Sayar, **Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımlarının Korunması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 146, Ankara, 2003, s. 10-11.

⁵⁸ 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı SPK, m. 3/c.

ortaklık şekline dönüşebilmektedir.⁵⁹ (a) Anonim ortaklıklar kendi iradeleri ile hisse senetlerinin satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunarak, onları ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet ederek, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini sağlayarak halka açık anonim ortaklıklar haline dönüşebilirler, (b) Ayrıca şirketler kendi iradeleri dışında, kanunun getirdiği zorunluluk ile ortak sayılarının 250'yi aşması durumunda hisse senetleri halka arz edilmiş sayılır ve halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar. Bu hüküm yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, özel emeklilik ve tasarruf kuruluşları ve fonlarının sermayesine doğrudan veya dolaylı olarak SPK tarafından belirlenen oranda ortak olduğu belirlenen anonim ortaklıklar için de geçerli olmaktadır.

İşletmenin halka açılması ile halka arzı ifadelerini birbirinden ayırmak gerekmektedir. Halka açılma, halka kapalı bir işletmenin hisselerini ilk olarak hisse senedi piyasasına (birincil sermaye piyasasına) sunmasıdır. Halka arz ise, daha önceden de hisselerini piyasaya sunmuş yani halka açık işletmenin, büyümesini sürdürebilmek için zaman zaman hisse senetlerini veya tahvil ihraç etmesidir.⁶⁰

İşletmelerin sermaye ihtiyaçlarını sağlama yollarından birisi, hisse senetlerini halka arz etmeleridir, yani tabana yaymalarıdır. Sınırlarını genişletme imkanları, yalnızca borçlanma ve gerçek sahipleri, işletmenin var olan hissedarları ile uzun süreli olarak finanse edilemediği takdirde, işletme halka açılmaya karar verir.⁶¹ Bir anonim ortaklığın halka açılması, dolaysız, yani halkın doğrudan doğruya şirketin hisse senetlerini alması şeklinde veya dolaylı olarak, halkın şirket hisse senetlerine yatırım yapan yatırım ortaklıkları senetlerini veya yatırım fonları iştirak belgelerini satın alması şeklinde gerçekleşebilir.⁶² Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar veya

⁵⁹ Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Basım, İstanbul, 2001, s. 26.

⁶⁰ Eugene F. Brigham, **Fundamentals of Financial Management**, 7th ed., Dryden Press, Fort Worth, 1995, s. 512.

⁶¹ J. Fred Weston, Scott Besley ve Eugene F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, 11th ed., Dryden Press, Fort Worth, 1996, s. 682.

⁶² İbrahim Özer Ertuna, **Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 1987, s. 13.

teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısı ile paylarının ve hisse senetlerinin satışı halka arz sayılmaktadır.⁶³

Kıymetli evrakı menkul kıymet haline getiren iki unsur bulunmaktadır: (a) Menkul kıymet dönemsel gelir getirmelidir, (b) Menkul kıymet misli nitelikte olmalıdır. Bu nedenle menkul kıymetler para piyasasının değil, sermaye piyasasının uzun vadeli yatırım araçlarıdır.⁶⁴ Halka açık anonim şirket; hisse senetleri küçük tasarrufluların elinde bulunan ve finansal varlıkları serbest ve organize piyasalarda alınıp satılan bir ortaklıktır.⁶⁵

Halka arzın; ekonomi, işletmeler ve yatırımcılar açısından sayısız faydaları vardır.⁶⁶ Hisse senetlerini halka arz etmek sureti ile halka açılan ve hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, halka arz yolu ile bir yandan sermayenin tabana yayılmasını sağlarken, diğer yandan alternatif finansman yöntemleri arasında en ucuz kaynak niteliğinde olan fonlar ile yeni yatırımlara girebilme olanağına kavuşabilir. İşletmeler halka açılarak, halkın tasarruflarıyla doğrudan doğruya temasa gelebilir. Bu olay finansman maliyetini düşürür.⁶⁷ Vergi kanunları ile halka açılma özendirildiğinde vergi yükü hafiflemektedir.

Halka Açılmanın Avantajları

Halka açılmanın sağladığı yararlar şöyle özetlenebilir:⁶⁸

- Halka açılma şirketin prestijini, saygınlığını itibarını artırarak ek fon gereksiniminin karşılanmasını kolaylaştırmaktadır. Halka açılma, ortaklığa kamuya doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetime tabi olma gibi mali ve sosyal sorumluluklar yüklemekte; bu

⁶³ Ayşe Sumer, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, 3. Basım, Alfa Basım, İstanbul, 2002, s. 9.

⁶⁴ Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, İstanbul 1982, s. 13.

⁶⁵ Cevat Sarıkamış, Nurhan Aydın ve Güven Sevil, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, 2. Baskı, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 957, Eskişehir, 2002, s. 44.

⁶⁶ Metin Coşkun, **Sermaye Piyasaları**, Birlik Ofset Yayıncılık, Eskişehir, 2005, s. 135.

⁶⁷ Celal Kepekçi, **Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 6, Eskişehir, 1983, s. 26.

⁶⁸ Akgüç, **a.g.e.**, s. 770.

özellikler ortaklığa, yatırımcıların ve finansman kurumlarının gözünde güven kazandırmaktadır. Güven ve saygınlığın artması, sermaye artışlarını kolaylaştırmakta, sermaye piyasaları, bu tür ortaklıklar için uzun süreli fon sağlamanın kaynağı haline gelmektedir.

- Halka açılma, hisse senetlerine likidite sağlamakta, fonlama seçeneklerini artırmaktadır. Halka kapalı anonim ortaklığın piyasa değerini belirlemek kolay olmadığından bu tür anonim ortaklıkların hisse senetleri genellikle likit değildir; kolaylıkla el değiştiremezler. Hisse senetleri borsaya kote edilip işlem görmeye başladıktan sonra; söz konusu ortaklıklar likit hale gelmekte, bu durum ortaklığın yeni hisse senedi çıkararak özkaynak sağlama olanağını artırmaktadır.
- Ortaklığın piyasa değeri daha nesnel biçimde belirlenmektedir.
- Ortaklık, SPK'na ve sürekli denetime tabi olduğundan ortaklık yöneticileri yönetimde daha özenli davranma gereğini duymakta, ortaklarla yöneticiler arasında olabilecek çıkar uyumsuzlukları büyük ölçüde önlenmektedir.
- Pay senetleri nominal (itibari) değer üzerinde çıkarıldığında; ortaklığın öz kaynağı, sağlanan hisse senedi ihraç primi tutarı kadar, pay senetleri itibari değerleri toplamından daha fazla artmaktadır.

Halka Açılmanın Dezavantajları

Halka açılmanın yukarıda sıralanan avantajları yanı sıra, bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bazı anonim şirketlerin halka açılma yoluyla finansman sağlama yolunu tercih etmemesine neden olan bu unsurlar aşağıda sıralanmıştır.⁶⁹

⁶⁹ Sevinç Akbulak ve Yavuz Akbulak, **Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Basım, İstanbul, 2004, s. 96.

SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Klavuzu**, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Yayınları, Ankara, 2007, s. 7, 21.

Engin Türüdü, **Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması**, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2001, s. 26-29.

- Halka açılmanın kamuyu aydınlatma, kar dağıtım zorunluluğu, mali tablo ve raporların bağımsız denetimi ve periyodik olarak ilanı, izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu, daha ağır genel kurul merasimi, belli koşullarda mevcut ortaklara halka çağrıda bulunma yükümlülüğü getirmesi ve uyulması gereken diğer yasal yükümlülüklerin artması. Halka arz faaliyetleri tamamlandıktan sonra genel kurul mevcudu da artacaktır. Bu sebeple, halka arz edilmiş olan hisse senetlerini almış ve işletme faaliyetleri hakkında bilgi sahip olmak veya yönetime aktif katılmak isteyen hissedarlar bir çok konuda yönetime sorular yöneltebileceklerdir. Bu da yöneticilerin sorumluluğunun ve görevlerinin artması anlamına gelmektedir.
- Yeni bir otoritenin gözetimi ve denetimi altına girilmesi. Halka arz faaliyetini gerçekleştirmiş olmakla işletme SPK'nun denetimine girmiş olmaktadır.
- Şirket ortaklarının, yönetim ve denetim haklarının kısıtlanmasını istememeleri veya şirketin hisse senetlerinin başka gruplarca ele geçirilmesi sonucu yönetimde kontrolü kaybetme konusundaki endişeleri. Halka arz edilmemiş işletmelerde işletme yönetimi ve denetimi belli kişilerin elinde toplanmıştır. Ortak sayısı halka arz sonrası fazlalaşacağından işletmenin karar alması güçleşebilir ve işletme eski ortaklar tarafından daha zor yönetilir hale gelebilir. Fakat işletmeler her ne kadar bunu ciddi bir sorun olarak görseler de oydan yoksun hisse senedi ihracı ile bu sorun giderilebilir.
- Hisse senetlerine yeterli talebin olmamasının, bağlı olunan çevrede yaratacağı kötü imaj korkusu,
- İlk defa hisse senedi ihraç edecek şirketlere yönelecek fonların kararsız olması nedeniyle hisse senetlerine istenilen düzeyde talep olmama endişesi ve düşük fiyat sorununun ortaya çıkabilmesi. Eğer halka arz beklendiği gibi geniş yatırımcı kitlesine ulaşamaz ve işletme hisse senetlerine talep gelmez ise, bu işletme için ciddi bir imaj kaybı olabilecektir. Bu aynı zamanda toplumun işletmeye bakışını

belirleyeceğinden işletmeyi finanse edenler veya evvelce yapılmış olan halka arz varsa ellerinde hisse senedi bulunduranlar işletme ile olan ilişkilerini kesmeye çalışabileceklerdir.

- Şirketle ilgili bilgilerin rekabet gibi nedenlerle kamuya açıklanmak zorunda olmasının yaratabileceği endişeler.
- İşletmeyi kuranlar yıllar boyunca yaptıkları yatırımın geri dönüşünü sağlamaya ve faaliyetlerinden kar etmeye çalışırlar. Bu sebeple işletmenin yeni yeni kar etmeye başladığı zamanlarda yapılacak bir halka arz sebebiyle yatırımcılar işletmenin bugünkü durumu ve gelecek getirilerine göre karar verme durumunda olacaklarından en baştan böyle bir işletmenin kurulmasının ne kadar büyük bir maliyetle olabileceği konusunda bilgi sahibi olamayabilirler. Bu da işletmeyi halka arz etmeyi düşünen yöneticiler ile yatırımcılar arasında fiyat farklılıkları yaratabilir. Bu sebeple halka arz ya yanlış fiyattan yapıp ilerleyen dönemlerde düşüşler yaşanabilir ya da düşük bir fiyattan halka sunulup işletme sahiplerini hayal kırıklığına uğratabilir.
- Halka açılan işletme bazı sorumluluklara sahip olmaktadır. Buna göre, işletmeler belli dönemlerde finansal raporlar hazırlamalı, bunları kamuoyuna duyurmalı, işletme hakkında çıkan haberler veya iddiaları yanıtlamalı, yatırımcıları periyodik olarak bilgilendirmelidir. Bu bilgilendirmelerin de ticari sırları barındırabileceği endişesi de işletme ortaklarını düşündürmektedir. Bunun dışında halka arz esnasında SPK ve İMKB ile yürütülen çalışmalar esnasında gerekli yasal harçları yatırmalı, aracı kurum için aracılık komisyonu ödenmeli, piyasayı halka arz konusunda bilgilendirmek için reklam ve tanıtım faaliyetlerine başlamalıdır. Bunlar oldukça maliyetli bir süreç içinde gelişmektedir.

1.3.1.1. İhraç ve İhraççı Kavramlarının Tanımı

Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) madde 3'te ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı olarak tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kanununa göre tanımda geçen ihraççı deyiminde; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler olarak tanımlanmıştır. Demek ki yasal tanıma göre; ancak tüzel kişiler "satışta bulunan (ihraççı)" olabilecekler, gerçek kişilerin ihraçta bulunması mümkün olmayacaktır.

İhraç ve satışta bulunan kavramları bir arada etüt edildiğinde "ihraç" kavramının "halka arz yoluyla satış" ve "halka arz edilmeksizin satış" konularının üzerinde, her ikisini de kapsayan bir üst kavram olduğu görülmektedir.⁷⁰

1.3.1.2. Halka Arz ve İhracın Sermaye Piyasası Kanunundaki Yeri

Türkiye’de halka arz ve ihracına ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu'na tabidir. Sermaye Piyasası Kanunu’nda "menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklıklar bu kanun hükmüne tabidir" hükmü yer almaktadır.⁷¹

Sermaye Piyasası Kanunu, şirketlerin aktiflerinin finansmanının menkul kıymet ihraç ederek gerçekleşmesinde ihraç ve halka arz kavramlarını kullanmaktadır.

Kanuna bakıldığında ihraç ve halka arz genel olarak düzenlenmiş, Sermaye Piyasası aracı tanımından hareket edilmemiştir. Halka arz ve ihraca ilişkin temel şartlar belirlenmiş, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ihraç ve halka arza ilişkin aracın niteliğine göre özel şartlar belirleyebileceğinden söz edilmiştir.

1.3.2. Halka Arz Yapabilecek Şirketler

İlke olarak hisse senetleri sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim ortaklıklar için çıkarılabilir. Ancak Türk hukuk düzenine göre diğer bazı şirketler ve kuruluşlar da hisse senedi veya benzer menkul kıymetler ihraç edebilmektedir. Hisse senedi ihraç eden şirket ve kuruluşları şöyle sıralanabilir.

⁷⁰ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 3 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

⁷¹ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 11(30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

1.3.2.1. Anonim Şirketler

Hisse senedi ihraç yönünden anonim şirketleri üç grupta toplanabilir.⁷²

a) Yalnız Ticaret Kanunu'na Bağlı Anonim Şirketler: Bu tip şirketler genelde aile şirketleridir. Buradaki ortaklar genellikle aynı soyadı taşıyan akrabalarından oluşmaktadır. Anonim şirketin sermaye ve yönetimine egemen tek kişinin idaresi söz konusudur. Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgi alanına girmeyen bu tip şirketler halkın küçük tasarruflarını toplayıp, öz sermaye birikimini sağlama yoluna gitmediklerinden, sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olamamaktadırlar. Bu tür şirketlere kapalı anonim şirketlerde denilebilir.

b) Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları'nın Hükümlerine Bağlı Anonim Şirketler: Kayıtlı sermaye dışında hisse senetlerini halka arz etmiş sayılan anonim şirketler bu tip anonim şirketler iki şekilde ortaya çıkar; Birincisinde kapalı veya aile şirketi durumunda olan anonim şirket, bir fon oluşturmak için halkın küçük tasarruflarına yönelerek, kendi iradesi ile Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına girebilir.

İkinci durumda ise bir anonim şirketin ortak sayısı 250'yi aştığında, menkul kıymetlerini halka arz etmiş sayılacak ve otomatikman Sermaye Piyasası Kanunları hükmü içine girecektir.

c) Sermaye Artırımları Yönünden, Yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerine Bağlı Olan Kayıtlı Sermayeli Anonim Şirketler: Bu sınıfa giren anonim şirketler Türk Ticaret Kanunu'nun, bu konudaki hükümlerine tabi değillerdir. Böyle durumdaki anonim şirketler sermaye artırımını sırasında çıkardıkları payları kısa sürede ortaklarına ve üçüncü kişilere ulaştırabilmektedir. Kayıtlı sermaye sisteminin halka arz ve ihraç doğrultusundaki öneminden bu konuyu açıklamak gerekmektedir.

⁷² Tuncer, **Vergi Hukuku ve Uygulaması, a.g.e.**, s. 45.

Kayıtlı Sermaye Sistemi: Türk Hukuk sisteminde anonim şirketlerin sermaye arttırmaları oldukça uzun süreli formaliteleri gerektirmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu, kayıtlı sermaye sistemini getirmekle formaliteleri en aza indirmiştir. Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden şirketler kabul ettikleri kayıtlı sermaye limiti doluncaya kadar, sadece yönetim kurulu kararı ile sermaye artırımını yapabilirler. Yapılacak işlemler aşağıda sıralanmaktadır:

- a. Yönetim kurulunun karar alması,
- b. Ana sözleşme, izahname, sirküler ve kurulun isteyeceği diğer belgelerin eklendiği bir dilekçeyle kuruldan sermaye artırımını istenmesi,
- c. Sermaye artırımının kurula bildirilmesi,
- d. Kurulun onayı,
- e. Artırımın ticaret siciline tescili ve ilanı,
- f. Ticaret Bakanlığı'na bildirim.

Doğal olarak halka arz ve satış ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kanununun da belirtilen hususlar da göz önünde bulundurulmalıdır. Çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senetleri çıkarılamaz.⁷³

Ortakların Kayıtlı Sermaye Kayıt Esasları: Kurulmuş olup da kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek isteyen ortaklıkların Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca kuruldan izin aldıktan sonra esas sözleşmelerine bu konuda hüküm koymaları gerekmektedir.⁷⁴

⁷³ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 12/3 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

⁷⁴ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 12/1 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

Kayıtlı sermaye tavanı tamamen kullanıldıktan sonra yeniden tavan tespiti de izne tabidir. Bu sistemde yönetim kuruluna imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay almak haklarının (rüçhan hakları) sınırlandırılması veya ayrıcalıklı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alma yetkisi verilmek isteniyorsa bu hususlarda esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır.

Kayıtlı Sermaye Sisteminden Yararlanma İçin Başvuru: Kayıtlı sermaye sisteminden yararlanma ve tavan belirlenmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'na yapılacak başvuruya aşağıdaki belgeler eklenir.⁷⁵

- a) Başvuru sırasında yürürlükte bulunan esas sözleşme metni (tüm değişiklikleri içerip, yetkililerce imzalanmış olacak),
- b) Ortaklık yönetim kurulunca hazırlanan esas sözleşme değişiklik taslağı,
- c) Kayıtlı sermayeye geçiş gerekçesi,
- d) Ortaklığı, kurucular, yönetim ve denetim organlarını oluşturan kişileri tanıttıcı bilgileri içeren belgeler,
- e) Geçmiş 5 yıla ait kesinleşmiş bilanço, kar zarar tablosu, kaynak kullanım tablosu, fonların akış tablosu ile kayıtlı sermaye tavanının tamamlanması öngörülen döneme (en çok 5 yıl) ilişkin yukarıda sayılan tabloların proformaları,
- f) Geçmiş 5 yıla ait dağıtılan kar payı oranları,
- g) Ayrıcalık ve kredi değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması veya ayrıcalıklı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alınması

⁷⁵ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, 5. Basım, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003, s. 65.

yönetim kurulu yetkisine bırakıldığı durumda, bu düzenlemelerin gerekçelerine ilişkin belgeler,

h) Sermaye Piyasası Kurulunca gerek görülecek diğer belgeler.

Kurul'dan izin alındıktan sonra Türk Ticaret Kanunu'nda öngörülen, Ticaret Bakanlığı izni, genel kurul kararı, Ticaret Mahkemesi onayı, Ticaret siciline kayıt ve ilan işlemleri yerine getirilir. Kayıtlı sermaye sistemine geçmek isteyen ortaklıkların, esas sermayeleri çıkarılmış sermaye olarak kabul edildiğinden, bu durumdaki ortaklıklar esas sermayeleri tamamen ödenmiş olması kaydı ile esas sermayelerinin üstündeki bir tavanla kayıtlı sermaye sisteminden yararlandırılmalarını isteyebilirler. Ancak eski esas sermaye tamamen ödenmedikçe yönetim kurulu kararı ile yeni hisse senedi çıkaramazlar.

1.3.2.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler

Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda, hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak Sermaye Piyasası Kanunu gereğince, bu tür hisse senetleri halka arz yolu ile satılamaz ancak sermaye piyasasına sürebilirler.⁷⁶

1.3.2.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar

Bazı bankalar, T.C. Merkez Bankası, sigorta şirketleri, umumi mağazalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet girişimleri, kamu iktisadi girişimleri, bağlı ortaklıklar, SPK ile yeniden tahsis edilen menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ve yardımcı kuruluşlardan aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları hisse senedi ihraç edilebilmektedir.

Bu gibi kuruluşların hukuki yapıları ve işleyişleri Türk Ticaret Kanunu'ndan sapma yapsa bile, bu kuruluşların sermayeleri de hisse senedi ile temsil edilmektedir.

⁷⁶ 2499 Numaralı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 4 (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı **T.C Resmi Gazete**).

1.3.3. Halka Arza Aracılığın Esasları

Şirketler, sermaye piyasası araçlarını kendileri halka arz etmesi halinde, sermaye piyasası araçlarının geniş yatırımcı kitlesine ulaşmasında zorluk çekeceği, satış süresi uzayabileceği için sermaye piyasası araçlarının satılamaması ve yeterli fonu sağlayamaması sonucuyla da karşılaşılabilir. Bu nedenle bu tip riskleri ortadan kaldırmak ve uzmanlaşmış bir kurumun teknik ve pazarlama olanaklarından faydalanmak için satışı yapanlar aracı kurumların halka arza aracılık hizmetinden faydalanmaktadır. Böylelikle aracı kurumlar, sermaye piyasasının temel işlevi olan şirketler kesimine menkul kıymet ihracı karşılığı fon aktarımını sağlamaktadırlar. Aracı kurumlar, sermaye piyasasından fon toplamak isteyen bir şirkete, piyasanın koşullarına uygun menkul kıymet türü ve özelliklerini belirleyerek bunun satılmasını sağlamaktadırlar.⁷⁷

Halka açılma, karşılıklı güvene dayalı fon temini yoludur. Şirket değerinin doğru belirlenmesinde şirket hissedarlarının aracı kuruluşa, yatırımcının aracı kuruluşa ve şirkete güvenmesi gerekmektedir. Halka arz ve halka arza aracılık faaliyeti sermaye piyasası açısından oldukça önem taşımaktadır. Sermaye piyasasının gelişebilmesi halka arz ve ihraçların gelişmesine bağlıdır.

Türkiye’de halka arz yoluyla finansman henüz yeterince tanınmamış ve gelişmemiştir. Etkin bir sermaye piyasasının varlığı açısından halka arz ve halka arza aracılık faaliyetleri yaygınlaşmalı, işlem çokluğu sağlanmalıdır. Halka açılan şirketle aracı kuruluş arasında en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimi sözleşmesi yapıldığında, aracı kuruluş aşağıda sayılan esasları yerine getirmek zorundadır:

- Halka arza aracılık işlemlerini, izahnamede, genelgelerde ilan ve reklamlarda, aracılık sözleşmesinde belirlenen esaslar çerçevesinde yürütürler. Yapay fiyat yaratılması sonucunu verecek hiçbir eylemde bulunamazlar.
- Aracılık komisyonu dışında, kendilerine veya üçüncü şahıslara çıkar sağlayacak herhangi bir eylem ve işleme girişemezler ve faaliyette

⁷⁷ Ünal, a.g.e., s. 55-56.

bulunamazlar. Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ile ilgili olarak, ilgili mevzuat ile belirlenen yükümlülüklerle aykırı işlem ve faaliyetlerde bulunamazlar.

- Sermaye piyasası aracının halka arzı ile ilgili olarak, satışı yapan ve hissedar hakkında detaylı inceleme yapma konusunda en iyi gayreti gösterirler.
- Halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde en çok özeni gösterirler. Halka arz sürecinde kamuya açıklanmamış bilgilerin kurum dışına ve kurum içinde farklı birimlere geçmesini engellerler.
- Aracı kurumların halka arza aracılık faaliyetleri esasında yüklenebilecekleri üstlenim tutarı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun sermaye yeterliliği düzenlemeleri uyarınca belirlenecek sınırı aşmamaktadır.

1.3.3.1. Halka Arza Aracılıkta Sınırlamalar

Sermaye Piyasası Kurulu, 26.06.1998 tarih ve 23384 mükerrer sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, 30.09.1998 tarihinden itibaren de yürürlüğe giren Seri: V, No: 34 "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği" ile aracı kurumlar için bir sermaye yeterliliği kavramını ortaya koymuştur. Genel anlamda bu tebliğ hükümleri itibariyle aracı kurumları bilançolarının aktifinde likiditesi yüksek olan varlıkları bulundurmaya veya likiditenin düşmesine paralel olarak sermayelerini yükseltmeye yönelten bir nitelik arz etmektedir.⁷⁸

2001 yılında halka arza aracılık eden aracı kuruluşların sahip olmaları gereken asgari özsermaye tutarı 1.959.000 TL'dir⁷⁹. Belirlenen bu tutar her sene için güncellenmekte olup 2008 yılı için belirlenen asgari özsermaye tutarı 392.000 TL'dir. Yine aynı madde uyarınca özsermayesinin en az %25'inin ödenmiş veya

⁷⁸ Seri: V, 34 Numaralı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği Madde 7 (26.6.1998, 23384 sayılı **T. C. Resmi Gazete**).

⁷⁹ Seri: V, 34 Numaralı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği Madde 7 (26.6.1998, 23384 sayılı **T. C. Resmi Gazete**).

çıkarılmış sermaye olarak sağlanması zorunludur. Halka arzda aracılıkta sınırlandırma sadece aracılık yüklenimi yoluyla yapılan halka arzlar için geçerlidir.

Halka arza aracılık faaliyetini göstermek isteyen ve bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu'ndan faaliyet izni talebinde bulunan aracı kuruluşlar, aracılık faaliyetleri için gerekli asgari özsermaye koşulunu yerine getirmenin dışında, bünyelerinde, halka arza aracılık işlemlerini yürütebilecek, dört yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca gerekli lisans belgesine sahip ve yalnızca bu görev için işe alınmış yeterli sayıda yönetici, kurumsal finansman uzmanı ve diğer uzman personelden oluşan bir kadro ile halka arza aracılık ve araştırma faaliyetlerini sürdürecektir düzeyde yeterli yer, teknik donanım ve organizasyonu da sağlamış bulunmak zorundadırlar.

1.3.3.2. Halka Arz Aracılık Sözleşmesi

Sermaye piyasasına fon arz eden yatırımcılar, fon talebinde bulunan tüzel bireylerle nadiren doğrudan doğruya karşı karşıya gelirler. Halka arz, sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı yoluyla satışına aracılık için SPK' dan yetki belgesi almış bulunan, "Aracı Kurumlar" olarak bilinen kuruluşların aracı ile yapılabilmektedir.

Şirketler, halka arzları sırasında çalışacakları aracı kurumları seçerken; aracı kurumun saygınlığını, deneyimini araştırma yeteneğini, menkul kıymetleri veya finansal varlıkları dağıtabilme yeteneğini, piyasa düzenleyicilik yeteneğini, danışmanlık yeteneğini iyi incelemeli ve kendisi için en doğru aracı kurumu seçebilmek için bu unsurlara dikkat etmeleri gerekmektedir.⁸⁰

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ile aracı kurum ya da mevduat kabul etmeyen banka arasında akdedilecek yazılı bir "aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır. Aracılık sözleşmesinin yazılı yapılması yanında, bu sözleşmede bulunması gerekli unsurlar aşağıda sayılmaktadır:

⁸⁰ İdil Özlem Koç, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayını, No: 118, Ankara, 1998, s. 31.

- İhraç veya halka arz edilecek sermaye piyasası aracını, sermayeyi temsil eden payları, miktarını ve satışı yapana ait tanıtıcı bilgiler,
- İlan ve reklamların kimin tarafından yapılacağı ve sorumluluk esasları,
- Aracılığın türü, satış yöntemi ve koşulları,
- Aracı kuruluşun vereceği hizmetin kapsamı ve esasları,
- Tarafların hak ve yükümlülükleri,
- Varsa birbirlerine verdikleri garantiler,
- Satış süresi, satış fiyatı ve satışın yapılacağı yerler,
- Satış bedellerinin ödenmesi ve satışa ilişkin diğer esaslar,
- Satış süresi sonunda yapılacak işler,
- Satıştan sonra başka hizmetler öngörülüyorsa, bu hizmetlerin neler olduğu, kapsamı ve nasıl yerine getirileceği,
- Alınacak ücret, komisyon, gider karşılıkları ve diğer çıkarlar,
- Konsorsiyum oluşturulması halinde, konsorsiyum sözleşmesine ilişkin bilgiler,
- Sözleşmenin taraflarını tanıtıcı bilgiler ve yetkili imzalar,
- Sözleşmenin süresi ve sona erme koşulları bulunması gerekir.

Aracılık sözleşmesi ile konsorsiyum sözleşmesinin bir arada yapılmak istenmesi halinde, her iki sözleşmede yer alacak hükümler, tek sözleşmede birleştirilebilir ve sözleşme, sermaye piyasası aracını ihraç eden ile konsorsiyum yöneticisi ve konsorsiyuma katılan diğer aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalar tarafından birlikte imzalanır.

1.3.3.3. Halka Arza Aracılık Eden Aracı Kuruluşların Yükümlülükleri

Aracı kuruluşlar halka arz aracılık faaliyetlerini sürdürürken aşağıdaki hususları özenle yerine getirmek zorundadır:⁸¹

- a) Satışları, izahname ve genelgede belirtilen satış koşullarına ve ilgili mevzuattaki diğer kurallara uygun olarak gerçekleştirmek,
- b) Sermaye artırımını yolu ile halka arz işlemlerinde, satış süresinin sona ermesinden itibaren 6 iş günü içinde satış sonuçları hakkında SPK'na bilgi vermek,
- c) Mevcut hisse senetlerinin halka arzında gerekli bilgi ve belgeleri hazırlayarak SPK'na başvuruda bulunmak,
- d) Satış süresi sonunda satılmayan hisse senetlerini, genelgede belirtilen satış fiyatı üzerinden satın almak, talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda, talep formlarını toplamak ve hisse senetlerini yatırımcılar arasında mevzuata uygun olarak dağıtmak,
- e) Borsada satış yöntemi ile yapılacak halka arzlarda, satıştan en az 20 işgünü önce gerekli belgelerle birlikte borsaya başvuruda bulunmak, halka açıklanan konulardaki değişiklikleri en geç 10 gün içinde SPK'na bildirmek ve gerekli diğer işlemleri yerine getirmek, izahname ve genelge ile ilan ve reklamların yayımlandığı gazetelerin birer kopyasını, her ilanı izleyen, 6 işgünü içinde SPK'na göndermek,
- f) Satış süresinin sona ermesinden itibaren 6 işgünü için de satış sonuçları hakkında SPK'na bilgi vermek,
- g) Satışı yapılacak hisse senetlerinin ihraç değerinin %0,2'si oranındaki ücreti, kayıt belgesi alınmadan önce SPK hesabına yatırmak,

⁸¹ Eren Gegin, **Halka Arz ve İMKB'deki Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansı Tekstil Sektörü Üzerine Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2001, s. 35-36.

- h) Halka arzda işlem yasağı konusunda yapılan düzenlemeye paralel olarak gerekli izleme ve kontrolü yapmak,
- ı) Halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapılacak ortaklıklar tarafından gerçekleştirilecek halka arzlarda, aracı kuruluşlar, halka arz edilen hisse senetlerinin belirtilen değerinin %5'inden fazlasını satın alan kişi ve kurumları, dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden işgünü SPK' ya ve İMKB'ye bildirmek zorundadırlar.

1.3.3.4. Halka Arzın Sınırları

İzahname ve genelgelerde belirtilmek kaydı ile; halka arz edilecek sermaye piyasası araçları yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ticari organik bağı bulunan yatırımcı kitlesine veya satışta bulunanın veya hissedarların belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir. Satış sırasında talep edilebilecek hisse senedi miktarlarına satışta bulunanın yönetim kurulu tarafından veya hissedar tarafından en düşük veya en yüksek limitleri konulabilir.

Ancak getirilebilecek sınırlamalar satışta bulunan, hissedar veya aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim ve benzeri şekillerde ilişkisi bulunan kişilere çıkar sağlamak amacı ile kullanılamaz.⁸²

1.3.3.5. İzinsiz Halka Arz ve Yaptırımları

Satışta bulunan veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kurula kaydettirilmesi zorunludur. Bu duruma aykırı davranış izinsiz halka arz fiilini temsil etmektedir. İzinsiz halka arzın sonuçları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:⁸³

İzinsiz halka arz SPK'na göre suç olup, kurul tarafından yetkili Cumhuriyet Başsavcılığı'na suç duyurusu yapılacaktır. Satılan hisse senetleri, kurul kaydına alınmadığından kurulun denetim ve gözetimi altında olmayacaktır. İzinsiz halka

⁸² Sevinç Akbulak, **Şirketlerin Halka Açılması**, Yeterlilik Etüdü, Dönem: 7-9, SPK Denetleme Dairesi, Ankara, 1991, s. 32.

⁸³ SPK, "İzinsiz Halka Arzlara İlişkin Açıklama", **İzinsiz Halka Arzlar**, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Ankara, Ekim 2001, s. 1.

arzlardan hisse senedi satın aldığı düşünölen yatırımcıların hak kaybına uğramaları söz konusu olmaktadır. Bu durumun yaptırımları: Temel Ceza: 2-5 yıl hapis ve ağır para cezasıdır. Özel Ağırlaştırıcı Neden: Ağır para cezaları üst sınırla bağılı olmaksızın suçun işlenmesi sureti ile temin edilen çıkarın üç katından az olamaz. Tekerrür Halinde: Verilen ceza yarı oranda arttırılır.

1.3.3.6. Halka Arzda İşlem Yasağı

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğör personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve akrabaları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamaz.⁸⁴

1.3.3.7. Halka Açıklanan Konularda Meydana Gelen Değişiklikler

İzahname ve genelgeler, halka açıklanan konularda satışa başlanmadan veya satış süresi içerisinde ortaya çıkan, bildirilmemesi halinde yatırımcının zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık tarafından bunların öğrenildiği tarihte her durumda satışa başlanmadan önce veya satış aracı kuruluş vasıtası ile yapıyorsa, satış yapan aracı kuruluşların satışı durdurmaları sağlanarak yazılı şekilde en seri haberleşme aracı ile kurula bildirilmesi zorunludur.

1.3.3.8. Halka Açık Anonim Şirketlerin Tabi Oldukları Hükümler

Halka açık anonim şirketler TTK'nun anonim şirketlerle ilgili hükümlerine tabi olmakla birlikte, o kanundan başka 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabidirler.⁸⁵

⁸⁴ TSPAKB, **Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar**, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Levent, İstanbul, Ekim 2009, s. 1.

⁸⁵ Sarıkamış, Aydın ve Sevil, **a.g.e.**, s. 51.

TTK, anonim şirket olan halka açık şirketlerin kuruluş ve çalışma esaslarına ilişkin genel düzenlemeleri yapmıştır. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ise, bu düzenlemelere ek olarak özel düzenlemeler getirmiştir. Bu özel düzenlemeler, halka açık anonim şirket finansal varlık çıkarımı, türleri, sermaye piyasasında işlem görme yer ve kuralları, şirketlerin denetimi, bu şirketlerin finansal varlıklarını satın almış olan yatırımcıların hak ve yükümlülükleri ile ilgili bulunmaktadır. 2499 Sayılı Kanun hükümleri, çeşitli yönetmelikler ve tebliğlerle detaylandırılmış ve böylece sermaye piyasasının en önemli unsuru olan halka açık anonim şirketlerin ve bu şirketlerin finansal varlıklarına yatırım yapan yatırımcıların haklarını korunmaya, piyasanın işleyiş etkinliğinin artırılmasına çalışılmıştır.⁸⁶

1.4. ŞİRKETLERDE HALKA ARZ KARAR AŞAMASI

Çalışmanın bu bölümünde halka açılmanın önemi, nedenleri, yeterli büyüklük, pazarlama, elde edilecek gelirler ile şirketin yönetim ekibi, büyüme potansiyeli, ürünleri ve hizmetleri konuları işlenmiştir.

1.4.1. Halka Açılmanın Şirketler Açısından Önemi

Şirketler sadece sağladığı gelirlerle, günümüzün yoğun rekabetçi piyasalarında başarılı olması ve büyümesi için yeterli olmayabilir. Bu durumda, şirket esas faaliyet işini genişletilmesi ve ilave yatırımların yapılması, ya yeni ortaklar alarak işin genişletilmesine veya hükümet desteklerinden yararlanılmasına ya da bankadan kredi temin edilmesine bağlı olmaktadır. Kapasite artırımı dışında, olağan faaliyetlerin aynı şekilde sürdürülmesini engelleyen faktörlerde bulunmaktadır.

Yüksek enflasyon, ekonominin rekabete açılması, faaliyette bulunulan sektördeki teknolojik gelişmeler, vergi, faiz, döviz kurunun kontrol edilemez şekilde değişkenliği, ücretlerin yükselmesi, fon maliyetlerinin artması, gelir dağılımının aşın derecede bozulması, moda, zevk ve benzer tüketici davranışlarının değişmesi, işletmelerin faaliyette bulunduğu sektörde olmasa da ilişkide bulunduğu yurt içi veya

⁸⁶ Sarıkamış, Aydın ve Sevil, **a.g.e.**, s. 51.

yurt dışı sektörlerdeki teknolojik yenilik ve gelişmeler ile tekeli eğilimlerin güçlenmesi gibi işletme dışı nedenlerden de kaynaklanabilmekte ve bu durumda da ilave kaynak ihtiyacı doğabilmektedir.⁸⁷

Banka kredileri açısından bakıldığında, işletmenin kredi limitlerinin dolması, kredi verme koşullarının yatırımın getirişi karşısında yüksek olması, kredi pastasından alınan payın geleneksel olarak çok düşük oranlarda gerçekleşmesi, işletmenin banka kredilerinden faydalanmasını da olanaksız kılabilir.⁸⁸

Halka açılarak öz kaynak oranını artıran bir şirketin oto finansman olanakları genişleyebilir. Bir işletmenin kaynak kompozisyonu içinde, öz kaynak oranının yükselmesi, işletmenin finansman giderlerinin düşürülmesi sonucunu vermektedir. Ayrıca, şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi işletmenin; hisse senetlerinin üzerine yazılı değeriyle ihraç edilerek, üzerine yazılı değeriyle ile piyasa fiyatı (borsadaki fiyatı) arasındaki fark olan emisyon primi kadar ilave kaynaklara sahip olmasına da fırsat tanıyabilir.⁸⁹

Sermayenin ya da artan sermayenin çok sayıda ortak arasında dağılması ise, bu kişilerin katlandıkları riskin birden fazla kişiye dağılması ve dolayısıyla mevcut veya kurucu ortakların göze aldıkları riskin azaltılması anlamını taşımaktadır.⁹⁰

Riskin azaltılması ve dağıtılması, sermayenin çok sayıda kişiye dağılmasından ve halka açılan şirketin hisse senetlerinin kolayca borsada nakde dönüştürülebilmesinden kaynaklanmaktadır. Öz kaynak oranının yükselmesi, işletmenin finansman giderlerinin düşürülmesi sonucunu da verebilir.

Dünya ölçeğinde rekabetin yaygınlaşması, işletmelerin yeni değişikliklere uyum için fon ihtiyacını artırırken, bu gereksinim önceleri yeni ortak alımı ve şirket birleşmeleri ile telafi edilmeye çalışılmıştır. Ancak şirket ele geçirmeleri ve

⁸⁷ İbrahim Ethem Sancak, **Türkiye'nin Beş Yüz Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları**, Yeterlilik Etüdü, Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: 14-8/7-5, 14.10.1999, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Denetleme Dairesi, Ankara, 1999, s. 32.

⁸⁸ Selami Şengül, **100 Soruda Halka Açılma**, Ankara Sanayi Odası (ASO) Yayınları, Ankara, 1997, s. 18.

⁸⁹ Muhammet Akdiş, "Türkiye'de Sermaye Piyasası", **Maliye Dergisi**, Mayıs-Haziran 1989, Sayı: 94, s. 35.

⁹⁰ Sevinç Akbulak, **a.g.e.**, s. 100.

birleşmeleri ise tek merkezden şirket yönetimlerinin kontrolünü zorlaşmıştır. Bu yüzden şirket sermayesinin belirli bir kısmının çok sayıda kişiye, yatırımcı kesimine satılması yoluyla finansman yöntemine ağırlık verilmiştir. 1950'li yıllardan sonra artan ülke nüfusunun ihtiyaçlarının karşılanması, ülkenin altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi, satın alma gücünün tabana yaygınlaştırılması gibi politikalar enflasyona sebep olurken özel girişim yatırımlarının finansmanın zorlaştığı görülebilir. 1970 öncesinde, tasarruf sahibinin altın, gayrimenkul ve mevduat dışında, tasarruflarını değerlendirebileceği bir yatırım aracı olmadığı gibi aynı durum işletmeler için de geçerli olmuştur.

Devlet bütçe açıklarını finanse ederken dış borçlanma ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) zararlarının hazine borçlanması ile kapatılması yollarına başvurmuş, faiz, döviz kuru ve KİT ürün fiyatlarını devlet tarafından belirlenmesinden dolayı, saptanan enflasyon oranları gerçek değerlerini yansıtamamıştır. Nitekim, resmi fiyatlarla piyasa fiyatları arasındaki fark, dış borçlanmanın temin edilememesi halinde, devalüasyon, KİT zamları, ithalat kısıtlamaları ve vergi artırımlarına başvurulmuştur.⁹¹

1.4.2. Şirketlerin Halka Açılma Nedenleri

Kredi maliyetleri 24 Ocak 1980 sonrası izlenen faiz politikaları sonucunda, çok yükselmiştir.⁹² Bu durum şirketlerin finansman giderlerinde artışa yol açarak şirketlerin sabit yatırımlarının azalmasına neden olmuştur. Yine 1980 sonrası ithalatın giderek serbest bırakılması ve Gümrük Birliği'ne girilmesi, şirketleri kaynak yapılarını yeniden yapılandırmaya iten önemli bir etken olmuştur. Böylece yoğun bir rekabetle karşı karşıya kalan şirketler, rekabete dayanabilmek için kaynak yapılarını yeniden gözden geçirmek zorunda kalmışlardır. Üretimin çeşitlendirilmesi, sürdürülmesi, yeni teknolojilere uyum, yeni yatırım, standart mal ve hizmet üretimi

⁹¹ Şengül, a.g.e., s. 25.

⁹² Muzaffer Demirbaş, "Türkiye'de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: 2000, Cilt: 5, Sayı: 2, s. 81-92.

ve piyasa genişlemesi ancak, bunların finanse edilebilmesi ile mümkün olmaktadır. Bu da doğal olarak ya öz kaynakla ya da borç temini ile sağlanabilecektir.⁹³

Banka kredi maliyetlerinin yüksek olması ve bunun yerine daha düşük maliyetle borçlanma olanaklarının bulunması; şirketleri tahvil ve finansman bonusu gibi kendi borçlanma senetlerini ihraç etmeye yöneltmiştir. Ancak, banka kredi maliyetlerinden daha düşük maliyetle fon sağlansa bile vade sonunda anapara, faizi ile birlikte geri ödenecektir. İşte bu durumda, vadesi olmayan ancak kara katılma ve ortaklık hakkı veren hisse senedi ihracı ile fon toplanması, alternatif bir çözüm olarak ortaya çıkmıştır.

Şirketler, Aralık 1981'de kurulan ve 1986'ta faaliyete başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile birlikte halka açılmaya başlamış ve halka açılmalar özellikle 1988'den sonra hız kazanarak, 1990-1991 yılı başında yatırım fonlarına getirilen vergi avantajı nedeni ile doruk noktasına ulaşmıştır.

Sermaye piyasasının gelişmesinin temelinde, faiz ve döviz kurunun serbestçe belirlenmesi yatmaktadır. Faiz ve döviz kurunun serbestçe belirlenmesi, fon aktarımına hizmet eden araçları çeşitlendirmiş ve yatırımcı profilini değiştirmiştir. Artık, yerli ve yabancı sermaye ayrımı kalkmamış, fon fiyatı piyasa tarafından belirlendiğinden ve sermaye hareketleri serbest bırakıldığından dolayı, fon sahiplerinin dünya çapında hareket edebilmeleri sağlanmıştır.⁹⁴

Gelirin yüksek, riskin en düşük olduğu her ülke veya fon talep eden her işletme, yerli ve yabancı yatırımcının ilgi alanı içine girebilmiştir.⁹⁵ Ayrıca, iletişimin çok hızlı sağlanabilmesi, şirket ve menkul kıymetler ile ilgili belgelerin sayısal ortamda kolayca transfer edilebilmesi ve tarihsel gelişim eğilimlerinin saptanabilmesine olanak sağlayacak şekilde saklanabilmesi gibi iletişim ve bilgisayar teknolojisindeki ilerlemeler de sermaye piyasasının gelişme süreci hızlandırmıştır.

⁹³ Şengül, **a.g.e.**, s. 27.

⁹⁴ Fatih Saygılı, "Finansal Serbesleşmenin, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi, **Ege Akademik Bakış**, Yıl: 2001, Cilt: 1, Sayı: 1, s. 165-184.

⁹⁵ Şengül, **a.g.e.**, s. 23.

Halka açılmanın fayda ve maliyetlerini incelemesi sonucunda, halka açılmanın kendisi için faydalı olacağını düşünen ihraççı şirket, bu aşamaya geldiğinde halka açılma için uygun bir aday olup olmadığını tartışmaya başlayacaktır.

Özellikle ilk kez halka açılacak ortaklıkların, bu tür finansman kaynağı ile başarılı olabilmeleri için işletmelerini çok iyi analiz etmeli ve belirli bir seviyede bulunmaları gerekmektedir.

Şirketler halka açılmaya karar vermeden önce ortaklıklar için elde etmek istedikleri sermaye için alternatif finansman kaynaklarını incelemelidirler. Halka açılmaya karar veren şirketin yer aldığı sektördeki gelişmeler de bu aşamada etkili olmaktadır. Eğer şirketin yer aldığı sektör, diğer sektörlerle göre ekonomik gelişmelerden daha fazla etkileniyorsa bir süre beklemek uygun olacaktır. Ayrıca şirketin sektörde güvenilir bir pazar payı da olması gerekmektedir.⁹⁶

1.4.3. Halka Arz'da Yeterli Büyüklük

Halka açılmak isteyen ortaklıkların yönetimi, en çok işletmelerinin halka açılmak için yeterli büyüklükte olup olmadıkları ile ilgilenmektedirler. Bu büyüklüğün işaretlerinden biri ortaklığın gelirlerinin miktarı, diğeri ise ihraç miktarlarıdır. İhraç edilecek menkul kıymetin miktarı büyük önem taşımaktadır. Çünkü yüksek maliyetli bir finansman tekniği olan halka açılma, küçük ihraçlarda hem ekonomik değil, hem de işletmeye ek maliyetler getirebilmektedir. İşletmenin halka açılmasında aracılık edecek aracı kuruluşlar da işletmenin büyüklüğü ile bağlantılı olan ihraç miktarı ile ilgilenmektedir.

Çünkü aracı kuruluşlar, ihraçla ilgili belirli standartlara göre hareket ettiklerinden, halka açılacak şirketin ihraç miktarı tespit edilirken bu miktarın kendileri için de cazip seviyede olmasına dikkat etmektedirler.

⁹⁶ Koç, a.g.e., s. 25-27.

1.4.4. Halka Arz'da Pazarlama

Halka açılmadan önce ortaklık yönetimini ve aracı kuruluşları ilgilendiren bir diğer unsur da pazar unsurudur. Diğer tüm ölçütlerin sabit kalması durumunda yönetim ve özellikle aracı kuruluş, yatırımcılara ihtiyaç duydukları an menkul kıymetleri alma ve satma şeklinde oldukça büyük bir pazar oluşturmayı istemektedirler. Aracı kuruluş piyasanın derinliği ve likiditesine önem vermekte, istedikleri gibi bir pazarın gelişmesinin mümkün olmadığı durumlarda yeni ihraçlar için ilgilenememektedir.

1.4.5. Halka Arz'da Elde Edilecek Gelirler

Halka açılmayı planlayan şirket yönetimi, şirketlerinin gelir büyüklüğünün, kalitesinin ve trendinin önemli konular olduğunu bilmelidirler. Gelirlerin kaynağı ve istikrarı için kalite önemlidir. Gelirlerin gelecekte de istedikleri şekilde devam etmesi için izleyecekleri trende dikkat etmeleri gerekmektedir.

Gelirlerin geçmiş yıllara göre dengeli olarak büyümesi gerektiğini ve gelecekte de gelirlerin devam edeceği beklenmelidir. Ancak gelirler için en iyi bir miktarı belirlemek hatalı olacaktır; çünkü her işletme ve her halka açılma kendi içinde ayrıcalıklı özelliklere sahip olup, farklı koşullarda farklı özellikler gösterebilmektedir.

1.4.6. Halka Arz'da Şirketin Yönetim Ekibi

Halka açılma aşamasında yönetimin yeteneği de önem taşımaktadır. Herhangi bir menkul kıymet ihracında en önemli faktörlerden birisi de özellikle üst yönetimin özelliği, felsefesi, deneyimi, kolay bütünleşmesi ve liderlerinin derinliğidir. Bu etkenlerin yanı sıra, yönetimin toplumla ve diğer kurumlarla ilişkisinin iyi olması gerekmektedir.

1.4.7. Halka Arz'da Şirketin Büyüme Potansiyeli

Halka açılacak şirketin büyüme potansiyelinde olması, yatırımcıları işletmeye daha kolay çekebilmektedir. Bu büyüme göstergesi açık değilse, halka

açılacak kuruluşun yöneticileri bu zorlu süreç için kendilerini mücadeleye hazırlamalıdır.

Gelecekte beklenen istikrarlı büyüme çizgisi, bu tür halka açık şirketlerin piyasaya girerken önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır. Teknoloji ve üretimden kaynaklanan riskler de en alt seviyeye çekilmelidir.

1.4.8. Halka Arz'da Şirketin Ürünleri ve Hizmetleri

Bu unsur için önemli olan, halka açılacak ortaklığın veya hizmetlerin sürekli olması ve imajıdır. Yatırımcı, yatırım yapacağı şirketin ürün ve hizmetlerinde süreklilik ve belirli bir imaj arayabilir.

Yatırımcı ürün veya hizmetlerde devamlılık ararken aynı zamanda onun gücünü de ölçmektedir. İmaj faktörü psikolojik bir faktör olmasına rağmen, cazip ya da gösterişli şirketler genel türdeki şirketlere göre avantajlı olabilmektedir.

1.5. HALKA AÇILMADA KAR PAYI ÖDEMELERİ DÜZENLERİ

Yatırımcının elde edeceği geliri, hisse senedi değer artışı yolu ile ya da elde edilen karın belli bir oranının hissedarlara temettü olarak dağıtılması yolu ile gerçekleştirmektedir. Bu ikisinin toplamı ise toplam getiriye ifade etmektedir. Kar payı ödemeleri gerçekte hissedarlar ve şirket yönetimi arasında yazılı olmayan bir sözleşme niteliğindedir.⁹⁷

Kar payı politikası, dağıtılmayarak işletmede bırakılacak kâr miktarı ile dağıtılabilecek kâr miktarlarının belirlenmesi açısından önemlidir. Çünkü bu iki hususun tespiti direkt şirketin sermaye yapısıyla ilgili bulunmaktadır. Karar verici organ şirket bünyesi için, borç/özsermaye ilişkisini tespit ettikten sonra, sırasıyla özsermayenin bileşimini tespit edecektir. Şirket için kâr dağıtmayarak bir otofinansmanımı, yeni pay senetleri ihraç etmekmi, yoksa her ikisine de

⁹⁷ George M. Frankfurter ve Bob G. Wood (Jr.), **Dividend Policy Theories and their Empirical Tests**, Tebliğ, 6th Alternative Perspective on Finance Conference, the University of Hamburg Hamburg, 2002, s. 21.

başvurmadan, şirketin oluşturduğu kârların tamamen dağıtılması mı daha etkin olacaktır, bu konuların belirlenmesi gerekecektir. Kar payı politikası şirket için finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır. Kâr dağıtımı sermaye bütçesi, sermaye maliyeti ve optimal sermaye yapısı konuları ile ilişkili bulunmaktadır. Bu nedenle kar payı politikasının şirket amacının ışığında değerlendirilmesi gerekmektedir. Yani şirket değerini hissedarlar için maksimum kılacak bir politikanın seçimi amaçtır. Hissedarların serveti sadece hisse senetlerinin pazar fiyatını değil, aynı zamanda, cari kar paylarını da içermektedir.⁹⁸

Ortaklıkların kar payı politikalarıyla ortaklık hisse senetlerinin pazar değerleri arasında doğrudan ilişki bulunmaktadır. Bu nedenle hisse senetlerinin pazardaki değerleri sadece kar payı politikasına bağlı olarak oluşmaz. Bu konuda iki temel görüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, kâr dağıtım politikasının hisse senetleri üzerinde etkili olduğu, diğeri de hisse senetlerinin piyasa değerinin, ortaklık kâr dağıtım politikasından bağımsız olduğu yolundadır.⁹⁹

Çalışmanın bu bölümünde kar payı etkisizliği teorisi, kar payı bulmacası ile şirketlerin kar payı ödeme gerekçelerine ilişkin görüşler üzerinde durulmuştur.

1.5.1. Kar Payı Etkisizliği Teorisi

Şirketin kar payı politikasının, hisse senedinin cari fiyatı üzerindeki etkisi, bu politikayı belirlemek zorunda olan yöneticiler için oldukça önemlidir. Yıllardır şirketin hisselerinin değerini maksimize edecek optimum bir kar payı ödeme rasyosu arayışını hedefleyen çalışmalar sürmektedir.

Miller ve Modigliani geliştirdikleri Kar payı Etkisizliği Teorisi'nde (*Dividend Irrelevance Theory*) şirketin yatırım politikası değişmediği sürece, seçtiği kar payı politikasının hisselerinin cari fiyatını ve hissedarlara toplam getirisini etkilemeyeceğini ileri sürmektedirler. Etkisizlik düşüncesi, yöneticiler şirketlerin kar payı politikasını belirlemede ne kadar özenli olurlarsa olsunlar, seçilen politikanın hissedar değeri üzerinde olumlu herhangi bir etkiye sahip olmayacağını ve bütün kar

⁹⁸ James C. Van Horne, **Finansal Yönetim ve Politikaları**, Çev. Osman Tekok, Demir Yener, Selim Bekçioğlu ve Güngör Keşci, Akçay Matbaası, Ankara, 1982, s. 232.

⁹⁹ Öztin, **a.g.e.**, s. 709.

payı politikalarının eşdeğer olduğunu ileri sürmektedir.¹⁰⁰ Yüksek kar payı ödemeleri daha düşük ve düşük kar payı ödemeleri ise daha yüksek dağıtılmayan kar ve sermaye kazancına yol açtığından, durum hissedarın toplam varlığını değiştirmemektedir.¹⁰¹

Bu teorideki varsayımlar aşağıda maddeler halinde ele alınmaktadır:¹⁰²

- **Mükemmel Sermaye Piyasaları:** Menkul kıymetlerin hiçbir alıcı veya satıcısı piyasa fiyatını etkileyecek ölçüde büyük tutarlarda işlem yapmamakta, bütün işlemciler hisse senetleri ile ilgili tüm bilgilere eşit ve maliyetsiz olarak ulaşabilmektedirler. Menkul kıymetler alınıp satıldığında veya ihraç edildiğinde aracı komisyonları, işlem vergileri veya diğer işlem maliyetleri söz konusu değildir. Dağıtılan ile dağıtılmayan karlar arasında veya kar payları ile sermaye kazançları arasında hiçbir vergilendirme farkı bulunmamaktadır.
- **Rasyonellik:** Yatırımcıların her zaman için daha yüksek serveti, daha düşük servete tercih ettikleri ve servetlerindeki artışın nakit ödeme şeklinde olması ile hisse senetlerinin piyasa değerinde bir artış olması arasında, bir ayırım yapmadıkları anlamına gelmektedir.
- **Mükemmel Kesinlik:** Her bir yatırımcının, her şirketin yatırım programı ve gelecekteki karları hakkında tam bir garantiye sahip olmasını ifade etmektedir. Diğer faktörlerle birlikte, bu garanti nedeniyle analiz aşamasında fon kaynağı olarak hisse senetleri ile tahviller arasında bir ayırım yapmaya gerek kalmamaktadır. Bu durumda kolaylık açısından, finansal araçlar olarak sadece hisse senetlerinin var olduğu varsayımı ile analizler gerçekleştirilebilmektedir.

¹⁰⁰ Merton H. Miller ve Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, Oct., 1961, 34 (4), s. 414.

¹⁰¹ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, "Law and Finance", **The Journal of Political Economy**, Dec. 1998, 106 (6), s. 1114.

¹⁰² Miller ve Modigliani, **a.g.e.**, s. 414.

Bu teoride şirket değeri, şirket varlıklarının verimliliğine dayanmaktadır ve şirketin yatırım politikası değişmediği sürece, ödenen kar payı oranının şirket değerini etkilemeyeceği ileri sürülmektedir.¹⁰³ Etkisizlik yaklaşımı, yöneticiler şirketlerin kar payı politikasını belirlemede ne kadar özenli olurlarsa olsunlar, seçilen politikanın hissedar değeri üzerinde olumlu herhangi bir etkiye sahip olmayacağını ve bütün kar payı politikalarının eşdeğer olduğu düşüncesini işlemektedir.¹⁰⁴ Hissedarın istenilen herhangi bir nakit akımını, hisse senedini satın alarak veya satarak gerçekleştirebileceği, dolayısıyla yatırımcıların dağıtılacak kar payından elde edecekleri gelir ile sermaye kazancı arasında bir seçim yapmayacakları düşünülmüştür.¹⁰⁵

Bu varsayımlar altında, hisselerin fiyatları oluşurken, piyasadaki her hisse senedinin getiri oranının (yatırılan bir birim nakit için kar payları artı sermaye kazançları) belirli bir zaman aralığında aynı olması beklenmektedir. Aksi takdirde, düşük getiriye sahip hisseleri ellerinde bulunduranların, bu hisseleri satmaları ve elde ettikleri para ile yüksek getiri oranına sahip hisseleri satın almaları, bu sayede servetlerini artırabilecekleri varsayılmaktadır. Sürecin, getiri oranlarındaki farklılık ortadan kalkana kadar, düşük getiri oranına sahip hisselerin fiyatlarını aşağıya ve yüksek getiri oranlarına sahip hisselerin fiyatlarını ise yukarıya çekeceği öngörülmektedir.¹⁰⁶

1.5.2. Kar Payı Bulmacası

Kar payı politikalarının etkisizliği hipotezine rağmen yönetim kurulları, yatırımcıların tepkilerine maruz kalacaklarını düşünerek, düzenli olarak kar payı dağıtım kararı almakta ve şirketler düzenli olarak kar payı ödemektedirler.

¹⁰³ Carlo Alberto Magni ve Ignacio Vélez-Pareja, "Potential Dividends Versus Actual Cash Flows in Firm Valuation", **ICFAI Journal of Applied Finance**, July 2009, 15 (7), s. 59.

¹⁰⁴ Miller ve Modigliani, **a.g.e.**, s. 414.

¹⁰⁵ Carlo Alberto Magni, **Relevance or Irrelevance of Retention for Dividend Policy Irrelevance**, MPRA (Munich Personal RePEc Archive) Working Paper No. 5591, University Library of Munich, 2007, Munich, s. 6.

¹⁰⁶ Miller ve Modigliani, **a.g.e.**, s. 415.

Yöneticilerin büyük bir çoğunluğunda bulunan bu düşüncenin temelinde yüksek kar payı ödemelerinin yüksek hisse senedi fiyatı anlamına geldiği inancı yatmaktadır.¹⁰⁷

Yatırımcı açısından kar payı ödemelerinin vergi nedeniyle daha maliyetli olması, şirket açısından ise kar payı dağıttığı takdirde yeni fon ihtiyacının artması ve bunun işlem maliyetleri yaratması verileri ortada iken,¹⁰⁸ kar paylarının tercih edilmesi "Kar payı Bilmecesi" (*Dividend Puzzle*) olarak yorumlanmaktadır.¹⁰⁹

1.5.3. Şirketlerin Kar payı Ödeme Gerekçelerine İlişkin Görüşler

Miller ve Modigliani'nin modeline eleştirel yaklaşan görüşler bazı gerçekler etrafında yoğunlaşmıştır. Kar payı politikasının şirket değerini etkilediğine şirket yöneticileri¹¹⁰ de kurumsal yatırımcılar¹¹¹ da inanmaktadırlar. Literatürde işlenen¹¹² bazı açıklayıcı yaklaşımlar aşağıda ele alınmaktadır.

1.5.3.1. Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi

İşletme dışındaki hissedarların yüksek kar payı politikasını tercih edecekleri hususu eldeki kuş teorisinin temelini oluşturur. Hisse senedi satın alan kişiler, aslında kar payı beklentisi satın almaktadırlar ve bu beklentinin değerlendirilmesinde kullanılan gelirin oranı da kar payı büyüme oranının bir fonksiyonudur.¹¹³ Diğer ifade ile hissedarlar, bugün ödenecek kar payını, gelecekte sorgulanabilir bir yatırımdan elde edilecek yüksek ölçüde belirsiz bir sermaye kazancına tercih etmektedirler (Eldeki Kuş Teorisi - *Bird-in-the-Hand Theory*) Yatırımcılar hemen elde edecekleri kazançları gelecekte elde edeceklerine yeğledikleri için,

¹⁰⁷ H. Kent Baker ve Gary E. Powell, "How Corporate Managers View Dividend Policy", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Spring, 1999, 38 (2), s. 18.

¹⁰⁸ Michael S. Rozeff, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", **The Journal of Financial Research**, Fall, 1982, 5 (3), s. 251.

¹⁰⁹ Fisher Black, "The Dividend Puzzle", **The Journal of Portfolio Management**, Special Issue, 1996, s. 9-10.

¹¹⁰ Baker ve Powell, **a.g.e.**, s. 19.

¹¹¹ Gail E. Farrelly ve H. Kent Baker, "Corporate Dividends: Views of Institutional Investors", **Akron Business and Economic Review**, Summer, 1989, 20 (2), s. 90.

¹¹² Özgür Arslan, "Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2008, 26 (1), s. 94.

Baker ve Powell, **a.g.e.**, s. 19-22.

¹¹³ Myron J. Gordon, "The Savings Investment and Valuation of a Corporation", **The Review of Economics and Statistics**, Feb., 1962, 44 (1), s. 47.

sermayedarlar elde edilen karın sermayeye eklenip yatırımlara yönlendirilmesinden çok kar payı olarak kendilerine dağıtılmasını tercih ederler.¹¹⁴

1.5.3.2. Muhasebenin Yönlendirilmesine Kapalı Olma

Genelde sağlıklı bir şekilde kar payı ödeyen şirketlerin, göreceli olarak daha dürüst ve muhasebe yönlendirilmesine (*accounting manipulation*) daha kapalı şirketler olduklarına inanılmaktadır. Düzenli olarak kar payı ödeyen şirketlerin, defter üzerinde gerçek dışı yönlendirmeler yapmak yerine, çok daha uzun vadeli olarak gerçek kazançlar elde ettikleri düşünülmektedir.¹¹⁵

Şirketin finansal raporlarında kamuya sunulan karların gerçek olduğunun kanıtı olarak algılanan kar payları, gelecekte elde edilebilecek belirsiz sermaye kazancına tercih edilmekte ve böylece daha düşük düzeyde risk tercihi yapıldığı düşünülmektedir. Halbuki düzgün kar payları ödeyen hisse senetlerini tercih etmek gerekir. Eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan iyidir.¹¹⁶

1.5.3.3. Davranışsal Finans

Miller ve Modigliani modeline karşı yatırımcıların her zaman rasyonel olmadıklarını gösteren çeşitli çalışmalar, davranışsal bazı unsurlar nedeni ile kar paylarının sermaye kazançlarına tercih edildiğini ortaya koymaktadır (Davranışsal Finans - *Behavioral Finance*).

Bireylerin nakit kar payı konusundaki güçlü tercihlerini açıklamaya yönelik davranışsal çerçeve¹¹⁷ kendi kendini kontrol teorisine (insanların plan yaparken uzak görüşlü olduğunu, ancak planları uygularken aynı bakış ve tutumda olmadıklarına ve kişilerin gelecekte kendilerini kontrol edebilmek için, bugünden gelecekteki

¹¹⁴ Arslan, **a.g.e.**, s. 88.

¹¹⁵ Ming Dong, Chris A. Robinson ve Chris Veld, "Why Individual Investors Want Dividends", **Journal of Corporate Finance**, 2005, 12, s. 126.

¹¹⁶ Jonathan R. Laing, "After the Bubble- A long, hard market lies ahead. How to find opportunity", **Barrons Magazine**, June 29th 2002, s. 10.

¹¹⁷ Hersh Shefrin ve Meir Statman, "Behavioral Portfolio Theory", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, June 2000, 35 (2), s. 142.

davranışları konusunda kısıtlar koyma eğilimlerine dair)¹¹⁸ ve belirsizlik altında karar teorisine (kesin bir sonuç ile neredeyse kesin bir başka sonucu karşılaştırırken, neredeyse kesin olan sonuca çok daha az önem yükleyen temel fayda maksimizasyonuna aykırılığa dair)¹¹⁹ dayanmaktadır.

1.5.3.4. İşlem Maliyetleri

Kar paylarından elde edilen gelirin nakde dönüştürülmesi ile, hisse senetlerinin bir kısmı satılarak nakit temin etmenin işlem maliyetleri birbirinden farklıdır. Küçük bireysel bir yatırımcı için kar paylarını nakde dönüştürmenin maliyeti, hisselerin bir kısmını satarak nakit elde etmenin işlem maliyetlerinden daha düşük olabilir.¹²⁰ Diğer bir ifade ile elinde bulundurduğu hisse senedinden düzenli gelir bekleyen yatırımcılar, senetlerini satarak nakit elde etmenin işlem maliyetlerinden (*Transaction Costs*) ve zahmetinden kaçınmak için, yüksek kar payı ödemelerini tercih etmektedirler. Vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığı bir yatırım ortamında yatırımcı için kar payı ile hisse senedi değeri arasındaki fark önemsizleşmektedir.¹²¹

Yapılan bir araştırmada yatırımcıların kar paylarını neden tercih ettiklerini araştırdıkları çalışmalarında, diğer unsurlarla birlikte işlem maliyetlerinin etkisini de incelemiştir. Bulunan sonuçlar, bütün yatırımcıların yüksek kar payı ödemelerini tercih ettiklerini göstermektedir. İşlem maliyetleri açısından kar payı tercihi, demografik özelliklere bağlı olarak farklılık göstermektedir. Yaşlı, gelir düzeyi düşük ve üniversite eğitimi almamış yatırımcılar, işlem maliyetlerinden kaçınmak amacıyla yüksek kar payı talep etmektedirler. Diğer taraftan, genç, yüksek gelire sahip ve üniversite eğitimi almış yatırımcıların yüksek kar payı talepleri, işlem maliyetlerinden kaçınma güdüsüne dayanmamaktadır.¹²²

¹¹⁸ Hersh M. Shefrin ve Richard H. Thaler, **An Economic Theory of Self-Control**, NBER Working Paper No. 208 (R), July 1978, s. 1.

¹¹⁹ Daniel Kahneman ve Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", **Econometrica**, Mar. 1979, 47 (2), s. 263.

¹²⁰ Dong, Robinson ve Veld, **a.g.e.**, s. 127.

¹²¹ James J. Park, "Shareholder Compensation as Dividend", **Michigan Law Review**, Dec., 2009, 108 (3), s. 333-334.

¹²² Dong, Robinson ve Veld, **a.g.e.**, s. 155.

1.5.3.5. Vergi Açısından Yatırımcı Tercihi

Yatırımcılar, vergiye bağlı nedenlerle fonların şirkette tutulmasını kar payı ödemelerine tercih edebilirler. Kar paylarına göre sermaye kazançlarının daha iyi koşullarda vergilendirilmesi ve sermaye kazançları üzerinden ödenecek verginin, kazancın elde edildiği zamana kadar ertelenmesi, yatırımcılara düşük kar payı ödemelerini tercih etmeye yöneltebilir.¹²³ Farklı yatırımcılar, vergilendirmelerden farklı şekilde etkilenebildikleri için, yatırımcılar kendi vergi koşullarına en uygun kar payı politikasına sahip şirketlere yönelebilirler. Vergi açısından farklı tercihlere sahip yatırımcıya yönelik kar payı politikası, vergi açısından yatırımcı tercihi (*tax clientele effect*) teorisi olarak adlandırılır.¹²⁴

Kar payı getirisine yönelik talep açısından farklı yatırımcı grupları oluşmaktadır. Belirli bir yatırımcı grubu, yüksek kar payı ödeyen şirketleri tercih ederken, diğer bir grup düşük kar payı ödeyen veya kar payı ödemeyen şirketleri tercih edecektir.¹²⁵ Böylece şirketler, farklı yatırımcı gruplarını hedef kitle alan kar payı politikaları belirlemektedirler. Yüksek vergi diliminde olan hissedarların düşük kar payı ödeyen şirketlerin hisse senetlerini tercih edecekleri, düşük vergi oranlarına tabi olan veya hiç vergi ödemeyen yatırımcıların ise yüksek kar payı ödeyen şirketlerin hisselerine yatırım yapacakları beklentisine rağmen, gerçekleştirilen ampirik çalışmalar, vergi açısından yatırımcı tercihi hipotezinin şaşırtıcı şekilde zayıf olduğunu ortaya koymaktadır.¹²⁶

1.5.3.6. Asimetrik Bilgi ve Nakit Akım İşaretleri Hipotezi

Yöneticiler yatırımcıların sahip olmadıkları bilgilere sahip olduklarında, kar paylarındaki değişimi, bu özel bilgi hakkında işaret verecek bir araç olarak kullanabilmekte ve asimetrik bilgiyi azaltabilmektedirler. Böylece yatırımcılar da kar

¹²³ Baker ve Powell, **a.g.e.**, s. 21.

¹²⁴ Naoya Mori, "Tax Clientele Effects of Dividends Under Intertemporal Consumption Choices", **Journal of Banking and Finance**, May 2010, 34 (5), s. 1091.

¹²⁵ Aynur Korgun, **Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri**, T.C. Başbakanlık, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: XIV-12/6-4, Ankara, 1999, s. 12.

¹²⁶ Jean Crockett ve Irwin Friend, **Dividend Policy in Perspective: Can Theory Explain Behavior?**, Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers from Wharton School Rodney L. White Center for Financial Research, Working Paper No. 4-88, Philadelphia, 1988, s. 12-15.

payı bildirimlerini, şirketin hisse senedi fiyatını belirlemede kullanabilmektedirler.¹²⁷ Kar payı artışları durumunda pozitif ve kar payı azalışları durumunda ise negatif fazla gelir beklenmektedir.¹²⁸

Finansal topluluğa, şirket karlılığına, yatırımcı ilişkileri bölümüne karşı olumlu bir tutum içerisinde olan analistlere başarılı bilgilendirme yapılabilmektedir. Bu başarı mevcut kuramlar içerisinde en çok sinyalleme (*Signalling*) kuramının geçerliğini desteklemektedir.¹²⁹ Böylece sinyalleme kuramlarının, (a) sermaye yapısı kuramları ile aşağıda ele alınan (b) kar payı kuramları arasında köprü görevi gördüğü düşünülebilir. Yüksek piyasa değerine sahip bir işletme, bu yüksek değer kaynağını yatırımcılara bu şekilde göstermiş olacak ve işletmenin fon bulma olanaklarını önemli ölçüde arttırmış olacaktır. Halka açık ya da açılmayı düşünen bir işletmenin entellektüel sermayesini ve bunun gelecekte yaratacağı gelir potansiyelini göstermesi, işletmenin hisse senetlerinin fiyat performansını artırıcı etki yapacaktır.¹³⁰ Sermayedarlar ile şirket yöneticileri arasında bilgi asimetrisinin yüksek olduğu durumlarda şirketler kar payı dağıtım yoluyla gerçek niteliklerini sinyalleşebilmektedirler.¹³¹ Yatırımcı ilişkileri sonuçta şirketin menkul değerlerinin makul değerlemesine katkıda bulunmak üzere bir şirket, finans topluluğu ve diğer müşteriler arasında en etkin iki-yönlü iletişimi sağlamak üzere finans, iletişim, pazarlama ve menkul değer hukukuna uyumu birleştiren bir stratejik yönetim sorumluluk alanıdır.¹³² Türk yöneticiler üzerinde yapılan bir araştırma sonuçlarına göre Türkiye'deki işletmelerin çevreleri ile olan (hisse sahipleri, potansiyel hisse senedi müşterileri, toplum) ilişkileri oldukça zayıftır ve işletmeye ait çevreye verilen enformasyon sadece maddi varlıklar ile ilgilidir ve güncel değildir.¹³³

¹²⁷ Baker ve Powell, **a.g.e.**, s. 19.

¹²⁸ Klaus Gugler ve B. Burçin Yurtoğlu, "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", **European Economic Review**, 2003, 47, s. 731-758.

¹²⁹ Arslan, **a.g.e.**, s. 95.

¹³⁰ Murat Ertuğrul, "Bilgi Çağında İşletmelerin Yeni Kaynağı: Entellektüel Sermaye", **Active Finans ve Bankacılık Dergisi**, Ekim-Kasım, 2000, 3 (15), s. 75-85.

¹³¹ Arslan, **a.g.e.**, s. 88.

¹³² NIRI, **Annual Report 2008**, National Investor Relations Institute, Vienna, 2009, s. 2.

¹³³ F. Tunç Bozbura ve Ayhan Toraman, "Türkiye'de Entellektüel Sermayenin Ölçülmesi ile İlgili Model Çalışması ve Bir Uygulama", **İstanbul Teknik Üniversitesi (İTÜ) Dergisi/Mühendislik**, Şubat 2004, 3 (1), s. 55-66.

Araştırmalarda kar payı ödeyen şirketlerin, sadece yüksek ödemelerin devam edeceği konusunda emin olduklarında, kar paylarını artırdıkları görüşünü destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Buradaki en önemli unsur, şirketlerin düzenli olarak ödeme yapma zorunluluklarıdır. Buna göre yöneticiler mevcut ve gelecekteki nakit akımları hakkında yatırımcıların sahip olmadıkları bilgiye sahip olduklarında, hisse senedi değerini artırmak için bu bilgiyi açıklama eğilimine gireceklerdir.¹³⁴

Yatırımcılar kar payı artışlarını, yönetimin nakit akımlarında kalıcı bir artış beklediğinin işareti olarak ve kar payı azalışlarını ise yönetimin sürekli olarak düşük nakit akımları beklediğinin belirtisi olarak değerlendireceklerdir.¹³⁵ Bazı araştırmacılar tarafından geliştirilen bazı asimetrik bilgi modelleri, yöneticilerin yatırımcılara özel bilgiler hakkında işaret vermek için kar payı ödeme düzeyleri ve artışlarını kullanmalarını önermektedir.¹³⁶ Yöneticiler kar paylarını, yararlı bilgileri kamuya sunmak için kullanabilseler bile, kar payı değişimleri mükemmel işaretler olmayabilir. Piyasa, büyümekte olan şirketler ile yeni yatırım olanaklarından yoksun ve küçülen şirketleri birbirinden ayırt edemediği sürece, kar payı artışları anlamsız ve hatta yanıltıcı işaretler olacaktır.¹³⁷

1.5.3.7. Serbest Nakit Akımı ve Fazla Yatırım

Serbest nakit akımı (*Free Cash Flow*), pozitif net bugünkü değer yaratan tüm projeler gerçekleştirildikten sonra kalan nakit akımıdır. Serbest nakit akımının temsil maliyetini, negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılan nakit akımı olarak tanımlanabilir.¹³⁸ Literatürde hükümdarlık kurma (*empire building*) veya fazla yatırım (*overinvestment*) sorunu olarak bilinen bu olgunun, şirketin varolan

¹³⁴ Eugene F. Fama ve Harvey Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", **Journal of the American Statistical Association**, Dec., 1968, 63 (324), s. 1132-1161.

John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", **The American Economic Review**, May, 1956, 46 (2), s. 97-113.

¹³⁵ Larry H.P. Lang ve Robert H. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", **Journal of Financial Economics**, 1989, 24, s. 181-191.

¹³⁶ Kose John ve Joseph Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium", **The Journal of Finance**, Sep. 1985, 40 (4), s. 1053-1070.

Metron H. Miller ve Kevin Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, Sep., 1985, 40 (4), s. 1031-1051.

Bhattacharya, **a.g.e.**, s. 261.

¹³⁷ Frank H. Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, Sep., 1984, 74 (4), s. 650-659.

¹³⁸ Jensen, **a.g.e.**, s. 325.

hissedarlarının yararına olmadığı açıktır. Bu nedenle, eğer yöneticiler nakit akımlarını kar payı olarak öderlerse ve daha az negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yaparlarsa, şirket değerinin yükseleceği ileri sürülmektedir. Kar payı ödemelerinin, serbest nakit akımı miktarını azalttığı için fazla yatırım sorununu hafiflettiği düşünülebilir.¹³⁹ Yöneticiler büyük bir şirketin daha prestijli olduğunu ve onlara daha fazla ödeme yapacağını düşündükleri için, şirketin büyüklüğünü artırmak isterler ve bu nedenle de kar payı ödemek yerine negatif net bugünkü değer getiren projelere yatırım yapabilirler.¹⁴⁰

Serbest nakit akımı olan ve aynı zamanda düşük büyüme potansiyeline sahip şirketlerde, yöneticiler hissedar değerini düşürecek harcamalar yapabildiğinden dolayı, temsil sorunu önemli boyutlara ulaşarak değeri maksimize etmeyen yatırımların etkilerini kamufle edebilmek için de, rapor edilen karları arttıracak muhasebe yönlendirilmelerini kullanabilmektedirler.¹⁴¹

Fazla yatırım hipotezi, önemli bir kar payı değişim duyurusu karşısında, fazla yatırım yapan şirketler için ortalama getirilerin değeri maksimize eden şirketlere göre daha yüksek olduğunu önermektedir. Bazı araştırmacılar ise nakit akım işaretleri ile serbest nakit akımları hipotezlerini birbirinden ayırmaya yönelik çalışmalarında, elde ettikleri bulguların fazla yatırım hipotezini desteklediği sonucuna varmışlardır.¹⁴²

1.5.3.8. Temsil Maliyetleri

Şirketin yönetimi ile sahipliğinin birbirinden ayrılmasından dolayı oluşan temsil maliyetlerini (*Agency Costs*) azaltmanın bir yolu da kar payı dağıtımlarıdır.¹⁴³ Araştırmacılar arasında kar payı ödemelerinin, şirketin optimal izleme ve kontrol altına alma politikasının bir parçası olduğunu ve temsil maliyetlerini azaltmaya hizmet ettiğini ileri süren¹⁴⁴, kar payı ödemelerinin ve bunları takip eden yeni

¹³⁹ Black, **a.g.e.**, s. 11.

¹⁴⁰ Jensen, **a.g.e.**, s. 325-326.

¹⁴¹ Richard Chung, Michael Firth ve Jeong-Bon Kim, "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", **Journal of Business Research**, 2005, 58 (6), s. 766-776.

¹⁴² Lang ve Litztenberger, **a.g.e.**, s. 186.

¹⁴³ Arslan, **a.g.e.**, s. 88.

¹⁴⁴ Rzeff, **a.g.e.**, s. 251.

sermaye temininin, temsil maliyetlerini azaltmasına neden olan mekanizmalar ile açıklayan¹⁴⁵ ve yüksek serbest nakit akımlarına sahip şirketlerin kar paylarını artırmaları gerektiğini, aksi takdirde negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılarak ziyan edileceğini¹⁴⁶ düşünen araştırmacılar bulunmaktadır.

1.5.3.9. Diğer Kar Payı Teorileri

Yukarıda ele alınan teorilerden başka ömür döngüsü kuramı (*life cycle theory*) (şirketin ömrü içerisinde geçirdiği dönemlere yükselme dönemi, olgunlaşma dönemi, gibi dayalı olarak nispeten daha fazla önem kazanan koşullar yöneticilerin kar payı politikalarını etkilediğine dair) ve Aktarma kuramı (*catering theory*) (yöneticiler sermayedarların kar payı isteyip istememelerine dayalı olarak kar payı dağıtımlarını gerçekleştirdiğine dair) sayılabilir.¹⁴⁷

1.6. HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN İŞLEM GÖRECEKLERİ PAZARLAR VE HALKA ARZDA MALİYETLER

Halka arz gerçekleştirmiş anonim şirketlerin hisse senetlerinin İMKB’de işlem görebilmeleri için öncelikle borsa yönetmeliğindeki şartları taşımaları durumunda ilgili pazara kote edilmiş olmaları gerekmektedir. Kotasyon, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen sermaye piyasası araçlarının ilgili borsa yönetmeliğindeki şartları taşımaları durumunda ilgili pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesinin kabul edilmesidir. Genel olarak kota edilecek şirketlerin sayısal ve sayısal olmayan bazı şartları taşımaları gerekmektedir. Sayısal ölçütler, şirketin belirli verilerinin istenen seviyede olması ile ilgili ölçütlerdir. Bu ölçütler; şirketin özkaynak tutarı, karlılığı, piyasa değeri, ortak sayısı, faaliyet süresi, halka açıklık oranı, işlem miktarı, hissenin piyasa fiyatıdır. Sayısal olmayan ölçütler ise; şirketin mali tabloları, işlem görme taahhünamesi, ana sözleşmesine ilişkin hususlar, pazar olanağı, potansiyel gelişme olanağı, yöneticilerle ilgili hususlar olarak belirtilebilir. Bu ölçütleri sağlayan şirketler başvuruları halinde

¹⁴⁵ Easterbrook, a.g.e., s. 653.

¹⁴⁶ Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 1986, 76 (2), s. 323-329.

¹⁴⁷ Arslan, a.g.e., s. 88.

borsalara kote edilmekte ve bu şirketlerin hisse senetleri organize piyasalarda işlem görmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, İMKB’de hisse senedi pazarları ve özel amaçlı pazarlar konuları üzerinde durularak halka arzda maliyetler konusu işlenmiştir.

1.6.1. İMKB’de Hisse Senedi Pazarları

Halka açık şirketlerin hisse senetleri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda değişik pazarlarda işlem görürler. Bu pazarlar (a) Ulusal Pazar, (b) İkinci Ulusal Pazar ve (c) Yeni Ekonomi Pazarı olmak üzere aşağıda ele alınmaktadır.

1.6.1.1. Ulusal Pazar

Kot içi pazarı da denilen ulusal pazar, İMKB kotunda bulunan ve en düşük sürüm ölçütlerine sahip şirketlerin hisse senetlerinin güven ve istikrar ortamında işlem gördüğü esas pazardır. Bu pazar aracılığı ile hisse senetleri ikincil piyasada işlem görme şansına sahip olurlar ve bunun sonucunda da likidite kazanmaktadırlar.¹⁴⁸

1.6.1.2. İkinci Ulusal Pazar

Bu pazara kot dışı pazar da denmektedir. Ulusal pazarda işlem görmek için gerekli olan kotasyon şartlarını taşımayan, en düşük sürüm ölçütlerini sağlayamayan veya kaybeden şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardır. Ayrıca, borsanın yönetim kurulu tarafından sürekli veya geçici olarak ulusal pazardan çıkarılmasına karar verilen şirketlerin hisse senetleri de yine bu pazarda işlem görür.

Ayrıca, ikinci ulusal piyasada işlem gören şirket hisse senetlerinden en düşük sürüm ölçütleri ile diğer kotasyon şartlarını sağlayanlar borsanın yönetim kurulu tarafından ulusal pazara alınabilirler. İkinci ulusal pazarın esas amacı, ulusal

¹⁴⁸ Hüseyin Dağlı, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 2. Baskı, Derya Kitapevi, Trabzon, 2004, s. 89.

pazardan yararlanamayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasasından kaynak sağlayabilmelerine olanak sağlamaktır.¹⁴⁹

1.6.1.3. Yeni Ekonomi Pazarı

Yeni ekonomi pazarı, yeni kurulmuş olmakla birlikte büyüme potansiyeline sahip, uzun vadeli kaynak ihtiyacı olan şirketlerin halka açıldığı ve hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardır. Bu pazar vasıtası ile bir yandan yeni şirketler halka arza teşvik edilirken, diğer yandan risk üstlenerek getirisini arttırmak isteyen yatırımcılara yeni yatırım fırsatları sunulmaktadır. Yeni ekonomi pazarında işlem gören şirketler en az bir yıl, en fazla üç yıl sonra koşullarını sağladıkları pazarlarda işlem görürler.

1.6.2. İMKB’de Özel Amaçlı Pazarlar

İMKB’de özel amaç ile açılmış pazarlarda bulunmaktadır. Bu pazarlar (a) Gözaltı Pazarı, (b) Toptan Satışlar Pazarı, (c) Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı, (d) Resmi Müzayedeler Pazarı ve (e) Küsurat İşlemleri Pazarı olmak üzere aşağıda ele alınmaktadır.

1.6.2.1. Gözaltı Pazarı

Aşağıda belirtilen koşulların en az birinin ortaya çıkması durumunda diğer pazarlarda işlem gören hisse senetleri gözaltı pazarı adı verilen pazara alınabilirler:

- a) Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlere veya bu şirketlerin hisse senedi işlemlerine ilişkin olağandışı durumların ortaya çıkması,
- b) Hisse senetleri borsada işlem gören şirketin, kamuoyunu aydınlatma ile ilgili borsanın getirdiği düzenlemelere aykırı davranması veya özen göstermemesi,
- c) Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin borsa kotundan veya işlem gördüğü pazardan geçici veya

¹⁴⁹ Dağlı, a.g.e., s. 89.

sürekli çıkartılmasını gerektirebilecek gelişmelerin ortaya çıkması nedeni ile şirketin izleme ve inceleme kapsamına alınması.

Belirtilen şartların olması durumunda, ilgili şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış olan yatırımcıları olumsuz gelişmelerden korumak ve onlara likidite sağlamak amacı ile böyle bir pazar oluşturulmuştur.

1.6.2.2. Toptan Satışlar Pazarı

Toptan satışlar pazarı, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senetlerinin satışlarının gerçekleştirilmesi amacıyla oluşturulan geçici bir pazardır.

Hisse senetleri borsanın değişik pazarlarında işlem görmekte olan şirketlerin, toptan satışlar pazarında satılmış hisse senetleri ilgili pazarlarda tekrar alınıp satılabilirler. Toptan satışlar pazarında, borsada işlem görmeyen şirketlerin hisse senetlerinin satışı da gerçekleştirilebilir. Borsa başkanlığının uygun görmesi durumunda, hisse senetleri borsada işlem gören veya görmeyen şirketlerin, sermaye artışı yoluyla ihraç edeceklerinin hisse senetleri ile mevcut ortakların sahip oldukları hisse senetlerinin toplu olarak satışı yapılabilir.

1.6.2.3. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin nakit karşılığı sermaye artırımları sırasında kendilerinin belirledikleri öncelik hakkı kullanma süresi içinde (bu süre 15 günden az, 60 günden fazla olamaz) ilgili hisse senetlerinin üzerinde bulunan öncelik hakkı kuponlarının hisse senedinden bağımsız olarak işlem görmesi amacı ile açılan bir pazardır.

1.6.2.4. Resmi Müzayedeler Pazarı

Mahkemelerin, icra dairelerinin ve diğer resmi organların borsada yapılmasını gerekli gördükleri hisse senedi alım satım işlemlerinin gerçekleştiği pazardır.

1.6.2.5. Küsurat İşlemleri Pazarı

Bir lot'tan daha az sayıda hisse senedinin alım ve satım işlemlerinin gerçekleştirildiği pazardır (Bu pazar, TL'den 6 sıfır atılması sonrasında yapılan düzenlemelerle işlevsiz kalmıştır).

1.6.3. Halka Arzda Maliyetler

Hisse senetlerini halka arz edecek Şirket'in halka arz maliyetini oluşturan unsurlar¹⁵⁰ (a) Aracı Kurumlara  denen ücretler, (b) SPK'na ödenen ücretler, (c) İMKB'ye ödenen ücretler ve (d) Diğer Maliyet Unsurları olmak üzere dört başlık halinde aşağıda ele alınmaktadır.

1.6.3.1. Aracı Kurumlara  denen  cretler

Satışı yapan kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kurum ile varsa diğer konsorsiyum  yesi aracı kurumlara aracılık komisyonu ödemektedir. Söz konusu ücretler satışı yapan kuruluş ile aracı kurum arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilmektedir.

1.6.3.2. SPK'na ödenen  cretler

Sermaye Piyasası Kurulu kayda alınan ve satışı yapılacak olan hisse senetlerinin ihraç değerinin % 0,2 si tutarında kayıt  creti almaktadır.

Finansal Faaliyet Harcı: 04.01.2004 tarih ve 25334 (1. Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5035 sayılı Kanun'un 39'uncu maddesi ile 492 sayılı Kanun'un (8) sayılı tarifesine eklenen 10'uncu fıkra gereğince kayıt ücretinin 1/2'si tutarındadır.

¹⁵⁰ İMKB, **Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda Halka Arz (Halka Arz ve Borsada İşlem Görme)**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İstanbul, 2009, s. 1.

1.6.3.3. İMKB'ye Ödenen Ücretler

Hisse senetleri Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlayan Şirket'ten kotasyon ücreti, II. Ulusal Pazar veya Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmeye başlayan Şirket'ten ise pazar kayıt ücreti alınmaktadır.

Kotasyon ücreti ve II. Ulusal Pazar için pazar kayıt ücreti, şirketin belirtilen sermayesinin % 0.1'i olarak hesaplanır.

Kota alınan borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin kota alma ücreti 1.000 TL'den az, 10.000 TL'den fazla olmamak üzere, kota alınan menkul kıymetlerin yazılı tutarı üzerinden %0.1'dir. Yeni Ekonomi Pazarı için Pazar Kayıt ücreti ise şirketin yazılı sermayesinin % 0.1'inin 1/2 si kadardır.

Finansal Faaliyet Harcı: 04.01.2004 tarih ve 25334 (1. Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 5035 sayılı Kanun'un 39'uncu maddesi ile 492 sayılı Kanun'un (8) sayılı tarifesine eklenen 10'uncu fıkra gereğince kotasyon ücretlerinin ½'si tutarındadır.

Ayrıca Şirket hisse senetlerinin Borsa da işlem görmeye başlamasına ilişkin ilan ile halka arz izahnamesinin Borsa günlük bülteninde ilanı nedeni ile de ilan masrafı alınmaktadır. 2007 yılı için söz konusu masraf tutarı Borsa Yönetim Kurulu'nca 3.000 TL olarak belirlenmiş olup her yıl yeniden tespit edilmektedir.

1.6.3.4. Diğer Maliyet Unsurları

İhraççı şirketin halka arz işlemleri sırasında yukarıda belirtilen ücretlere ek olarak karşılaştığı diğer başlıca maliyet unsurları aşağıda sayıldığı gibidir:

- a) Bağımsız denetim kuruluşuna bağımsız denetim raporları için ödenen ücretler,
- b) Yurtdışı ve yurtiçi tanıtım masrafları,
- c) Reklam vb. diğer masraflardır.

1.7. İMKB'DE PERFORMANS, DEĞERLEME, HALKA AÇILMA NEDENLERİ VE MALİYETLERİ (VAK'A ANALİZİ)

Çalışmanın bu bölümünde İMKB 2008 yılı verilerine dayanarak şirketlerin hisse ve finansal performanslarının analizleri yapılmış, değerlendirme raporu ve değerlendirme uzmanı konusu işlenerek İMKB'de şirketlerin halka açılma nedenleri ve maliyetleri incelenmiştir.

1.7.1. Şirketlerin Hisse Performanslarının Analizi

Halka açık şirketlerin hisse senedi fiyatlarının performansı ile şirketin başarısı arasındaki ilişki birçok akademik çalışmanın konusu olmuş bununla ilgili yapılan araştırmalar sıklıkla şirket başarısı ile şirketin borsada işlem gören hisse senedi getirisi arasında bir ilişkinin var olup olmadığı yönünde olmuştur. Bu anomali muhasebe alanında yapılan araştırmalarda üzerinde önemle durulan hususlardan biri olarak ortaya çıkmaktadır. Bu analiz finansal raporlar ve bu raporlarda özet bilgi olarak kullanılan muhasebe kârları ile iletilen bilginin yatırımcılar tarafından hisse senedi fiyatlarının değerlendirilmesinde nasıl kullanıldığının anlaşılması içindir. Muhasebe verileri ile açıklanan bilginin yatırımcılar açısından değerlendirilebilmesi için, yatırımcıların bu bilginin hisse senedi fiyatlarının değerlendirilmesi sırasında kullandığının belirlenmesi gerekir.

Finansal oranların ölçü olarak alındığı şirket başarı sıralaması ile hisse senedi getiri sıralamaları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi amacıyla yapılan çalışmaların sonunda şirketlerin başarı oranı ile hisse senetlerinin getiri oranları örtüşmemektedir. Hisse senedi getirileri finansal faktörler arasında oldukça zayıf bir ilişki belirlenmektedir. Finansal başarı ile hisse senedi getiri oranları arasında güçlü ve doğru yönlü bir ilişki yoktur. Gelişmekte olan bir piyasa niteliğinde olan İMKB'de hisse senetleri fiyatlarının değişimi daha çok makro ekonomik, politik ve psikolojik faktörler ile açıklanabilmektedir.

Bu sonucun gelişmekte olan ülke piyasalarına özgü olmadığı ise literatür üzerinde bir inceleme yapıldığında, konuyla ilgili en çok araştırmanın yapıldığı Amerika dâhil tüm sermaye piyasasındaki araştırma bulgularında muhasebe rakamları ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin (R^2) % 10'u nadiren aştığını görmek mümkündür.¹⁵¹

Tablo 1.12. Şirketlerin Piyasa değerlerinin Öz Sermayelerine Oranı

Parametre	Oran
Piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin piyasa değeri/ öz sermaye oranı	5,35
Piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin dışındaki 272 şirketin piyasa değeri/ öz sermaye oranı	1,08

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

1.7.2. Şirketlerin Finansal Performanslarının Analizi

İMKB'de işlem gören halka açık şirketler arasında öz sermayesi en düşük yüz şirket içinde yapılan çalışmada 1990 yılından bu güne kadar yapılan halka arzlarda elde edilen veriler aşağıda sıralanmıştır. Ortaya çıkan bulgular ile yapılan değerlendirmeler aşağıdaki gibidir:

1. İMKB'de 338 şirket işlem görmekte olup yapılan çalışma bu şirketlerin öz sermayesi en düşük yüz şirket arasında yapılmıştır,
2. Bu şirketlerin toplam ilk halka arz gelirlerinin net bugünkü karşılığı 816,879,305.46 TL olarak gerçekleşmiştir,
3. Bu şirketlerin halka arz edildiği günden bugüne yapmış oldukları bedelli sermaye artırımlarının bugün ki değeri 1.663.347.931,79 TL olarak gerçekleşmiştir.
4. Bu şirketlerin toplamda sermaye piyasalarından elde etmiş oldukları kaynakların toplamı 2.480.227.237 TL olarak gerçekleşmiştir.

¹⁵¹ Rahmi Yücel, **Firma Değerlemesinde Muhasebe Karlarının Rolü: İMKB'de Ampirik bir Çalışma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Kocaeli, 2005, s. 51.

5. Bu şirketlerin bugünkü öz sermayelerinin toplam değeri ise 1.131.574.729 TL'dir.
6. Toplamda sermaye piyasalarından elde edilen kaynak ile var olan varlık değeri arasında -1.361.940.282 TL tutarında bir negatif fark vardır.
7. İMKB'de piyasa değeri en yüksek ilk elli şirket arasında inceleme yapıldığında bu şirketlerin halka açıklık oranının %33.06 olduğu görülmüştür. Bu oran aslında ortaklık amaçlı blok satışların borsada halka arzı ile suni olarak çıkan bir rakamdır. Aslında halka açılan kısma bakıldığında şirketlerin halka açıklık oranı %15 altında kalan bir rakamdır.
8. Tüm piyasanın değeri olan 272.381.774.829 TL'nin 229.250.590.552 TL kısmı bu ilk elli şirketin piyasa değeri olarak görülmektedir. Buda yaklaşık piyasanın %84.16 kısmına karşılık gelmektedir. Geriye kalan iki yüz yirmi yedi şirketin piyasa değeri 43.581.083.973 TL ve buda tüm piyasanın ancak %15.84 bölümünü oluşturmuştur.

İMKB'de işlem gören şirketler arasında şirket performanslarını karşılaştırırken piyasa değeri açısından en yüksek ilk elli ve diğerleri şeklinde bir karşılaştırmaya gidildiğinde ise aşağıda sayılan durumlar belirlenmiştir:

1. SPK'nun 2008 yılı altı aylık bilanço verilerine bakıldığında piyasa değeri en yüksek ilk elli şirketin toplam karı 14.647.864.194 TL'dir. İMKB'deki tüm şirketlerin toplam karı ise 16.576.419.311'dir. Kısacası piyasa değeri en yüksek olan ilk elli şirket toplam karı İMKB'deki tüm şirketlerin karının %88'idir.
2. SPK'nun 2008 yılı altı aylık bilanço verilerine bakıldığında İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri 221.593.728.129 TL'dir. Piyasa değeri en yüksek olan elli şirketin piyasa değeri ise 189.771.279.129 TL'dir. Böylece piyasa değeri en yüksek elli şirketin tüm piyasa şirketlerinin değerine oranı %88'dir.

3. SPK'nun 2008 yılı altı aylık bilanço verilerine bakıldığında İMKB'de halka açıklık değeri en yüksek ilk elli şirketin toplam değeri 65.670.653.109 TL'dir. Şirketlerin toplam halka açıklık değeri ise 77.152.172.836 TL'dir. Halka açıklık değeri en yüksek ilk elli şirketin toplam halka açıklık değerine oranı %85'tir.

Aşağıdaki tabloda İMKB'de işlem gören şirketler arasında şirket performanslarını karşılaştırırken piyasa değeri açısından en yüksek ilk elli ve diğerleri şeklinde yapılan karşılaştırma görülmektedir.

Tablo 1.13. İMKB'deki Şirketlerin Performansları (2008)

Performans Göstergesi	Değer
Piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin toplam karı (TL)	14.647.864.196
Toplam şirketlerin karı (TL)	16.576.419.311
Piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin toplam karının tüm şirketlerin toplam karına oranı (%)	88
Toplam şirketlerin piyasa değeri (TL)	221.593.728.367
Piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin toplam değeri (TL)	189.771.279.129
Piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin toplam değerinin tüm piyasa şirketlerinin değerine oranı (%)	86
Halka açık değeri en yüksek ilk 50 şirketin toplam değeri (TL)	65.670.653.110
Şirketlerin toplam halka açık piyasa değeri (TL)	77.152.172.837
Halka açıklık değeri en yüksek ilk 50 şirketin toplam halka açıklık değerine oranı (%)	85

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

İMKB'de piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirketin halka açıklık oranı yaklaşık %32 seviyelerinde görülmekte iken geri kalan 272 şirketin halka açıklık oranı %53 seviyelerinde olması halka açıklık oranı ile şirket faaliyet performansı arasında ters ilişki olduğunu göstermektedir

Bu veriler bize, gerçekte kurumsallaşma yolunda mesafe almış Türkiye'nin en önemli ve büyük şirketlerinin halka açılma oranlarını özellikle düşük tuttuğunu göstermektedir. Bunun sebebinin sadece yönetimi kaybetme korkusuyla anlatmanın

pek mümkün olmadığını göstermektedir. Gerçekte var olan ayrıcalıklı hisse senedi uygulaması ile zaten çok düşük bir sermaye oranıyla yönetimi elinde bulundurma olanağı olan bu şirketlerinin tamamına yakınında mevcut görünmektedir. Burada esas dikkat çeken unsur bu büyük şirketlerin İMKB borsasında senelik karın yaklaşık %88'ini gerçekleştirdikleri şirket sahiplerinin bu karlı yatırımları ellerinden çıkarmakta isteksiz oldukları savını tutarlı göstermektedir.

Piyasa değeri en düşük elli şirkete bakıldığında ise bu şirketlerin halka ilk arz edildiği tarih esas alındığında halka açıklık kısımlarının ortalaması yaklaşık %17.31'dir. Bugün bu oran %53.14'tür. Burada esas dikkat edilmesi gereken nokta bu şirketler ticari ve finansal başarısızlıkları arttıkça halka açıklık kısımlarında yükseltmeleri olmaktadır. Yani aslında şirket sahipleri şirketlerinin hisse senetlerini kurumsallaşma veya yeni proje finansmanı adına değil gelecekteki bir zarardan kaçınma adına yaptıkları söylenebilir. Verilere göre şirketlerin halka açıklık oranı artırılırken sermaye artırımını yapıldığında bedelli sermaye artırımını metodu tercih edilmektedir. Böylece şirketin hisselerini sattığı yatırımcıdan tekrar kaynak transfer edilmektedir. Bu sayede şirketin kurucusu, genelde yöneticisi olan imtiyaz sahibi hisse senedine sahip kişiler veya yönetimdekiler ellerindeki azınlık hisse miktarı ile bedelli sermaye artırımlarında yararlanarak kaynak olarak koydukları miktarı düşük tutma yolunu seçmektedirler. Ayrıca bu şirketlerin çoğunda manipülasyon tespit edilmiş ve bu şirketlerin tamamı son üç senedir kar payı dağıtmamıştır.

1.7.3. Değerleme Raporu ve Değerleme Uzmanı

Değerleme raporunun hazırlanma nedeni ve değerlendirme raporunun türü ile değerlendirme uzmanının niteliği, şirket değerinin farklı olmasına neden olabilecektir. Bu nedenle, değerlendirme raporu incelenirken, kim tarafından, hangi amaçla ve nasıl bir değerlendirme raporu hazırlanmış olduğuna dikkat edilmelidir.

Değerleme uzmanı, değerlendirme sürecinde tüm bilgileri toplar, belli amaçlar için tasnif eder. Değerleme raporunda, tüm nicel ve nitel bilgiler sunulur. Bilgiler sunulurken, değerlendirme uzmanı olabildiğince nesnel olmalı, raporu kısa, öz ve bütün bilgileri içerecek şekilde ve önemli noktaları vurgulayarak hazırlamalıdır.

Raporda, hangi bilgilerin değerlemede kullanıldığı açıkça gösterilmeli, tercihlerin ne olduğu ve bunların arkasındaki nedenler ortaya konulmalıdır. Raporda aşağıda sayılan analizler yapılmalıdır:¹⁵²

- Sektör analizi,
- Piyasanın karakteristiği ve büyüklüğü,
- Rekabet analizi; temel rekabetçi şirketler, piyasanın bölünebilirliği, fiyatlarla rekabetin durumu, satış ağının yapısı, sektördeki promosyonun özelliği, son zamanlardaki rekabetteki değişiklikler,
- Sektördeki kar payı ve sektörün büyüme potansiyeli,
- Şirket politikaları ve stratejisi,
- Piyasa politikaları ve stratejileri; fiyat, üretim, haberleşme, dağıtım, promosyon politikaları,
- Üretim, teknoloji ve ar-ge politikaları; üretim kapasitesi, makine-ekipmanın büyüklüğü ve değerini yitirme sorunu, AR-GE faaliyetleri sonucu yeni ürünler üretimi,
- Personel politikası ve yönetimi; personelin özellikleri, yaşı, tecrübesi ve personel teşvik politikalarının sektördeki diğer şirketler ile karşılaştırılması. İşe alma güçlükleri, işten çıkarma engellerinin ortaya konulması. Yöneticilerin vasıfları ve tecrübeleri,
- Satın alma politikaları; satıcıların tekel olması ve diğer özellikleri,
- Muhasebe dışı veriler açıkça ve kaynakları ile belirtilmelidir. Raporla ilgili ayrıntılı bilgiler de belli bir süre saklanmalıdır. Raporda yapılan çalışmaların hangi tarihte yapıldığı belirtilmelidir. Reel temel değeri ifade edecek bir gösterge kullanılmalıdır. Örneğin; şirket değerinin, o günkü döviz kuru cinsinden karşılığı gösterilmelidir,
- Özelleştirilecek şirketler için değer tespit raporları hazırlanıyorsa, özelleştirmenin önündeki hukuki ve yapısal engeller tespit edilmeli,

¹⁵² Luigi Guatri, **The Valuation of Firms**, Blackwell Publishers, Oxford, 1994, s. 191-205.

özelleştirme sonrasındaki hukuki problemler incelenmeli ve çözüm önerileri hazırlanmalıdır.

- Çalışmanın analizi ve sonucu; raporda kullanılan varsayımlar açık ve net bir şekilde ortaya konmalıdır. Raporun analizi nicel ve nitel yapılmalıdır. Tahmin yapılırken, iyimser, kötümser ve normal olarak üç çeşit senaryo kullanılmalıdır.
- Yapılan değerlendirme sonuçlarında, özelleştirme yöntemleri ve şirketin özellikleri dikkate alınarak yöntemlerin ağırlıklı ortalaması kullanılabileceği gibi, uygulanacak özelleştirme yöntemine göre hangi değerlendirme yönteminin temel alınacağı da belirtilmelidir.

1.7.4. Şirketlerin Halka Açılma Nedenleri

Ülkemizde 1980 sonrası ithalatın giderek serbest bırakılması ve Gümrük Birliği'ne girilmesi, şirketleri kaynak yönünden yeniden yapılandırmaya iten önemli bir etken olmuştur. Böylece yoğun bir rekabetle karşı karşıya kalan şirketler, rekabete dayanabilmek için kaynak yapılarını yeniden gözden geçirmek zorunda kalmışlardır.

Küreselleşen piyasalarda şirketlerin rekabet yoğun bir ekonomide üretimin çeşitlendirilmesi, sürdürülmesi, yeni teknolojilere uyum, yeni yatırım, standart mal ve hizmet üretimi ve piyasa genişlemesi ancak, bunların finanse edilebilmesi ile mümkün olmaktadır. Bu da doğal olarak ya öz kaynakla ya da borç temini ile sağlanabilecektir.¹⁵³

Banka kredi maliyetlerinin yüksek olması ve bunun yerine daha düşük maliyetle borçlanma olanaklarının bulunması; şirketleri tahvil ve finansman bonusu gibi kendi borçlanma senetlerini ihraç etmeye yöneltmiştir. Ancak, banka kredi maliyetlerinden daha düşük maliyetle fon sağlansa bile vade sonunda anapara, faizi ile birlikte geri ödenecektir. İşte bu durumda, vadesi olmayan ancak kara katılma ve

¹⁵³ Şengül, a.g.e., s. 27.

ortaklık hakkı veren hisse senedi ihracı ile fon toplanması, alternatif bir çözüm olarak ortaya çıkmıştır.

Sermaye piyasasının gelişmesinin temelinde, faiz ve döviz kurunun serbestçe belirlenmesi yatmaktadır. Faiz ve döviz kurunun serbestçe belirlenmesi, fon aktarımına hizmet eden araçları çeşitlendirmiş ve yatırımcı profilini değiştirmiştir. Artık, yerli ve yabancı sermaye ayrımı kalmamış, fon fiyatı piyasa tarafından belirlendiğinden ve sermaye hareketleri serbest bırakıldığından dolayı, fon sahiplerinin dünya çapında hareket edebilmeleri sağlanmıştır.

Gelirin yüksek, riskin en düşük olduğu her ülke veya fon talep eden her işletme, yerli ve yabancı yatırımcının ilgi alanı içine girebilmiştir.¹⁵⁴ Ayrıca, iletişimin çok hızlı sağlanabilmesi, şirket ve menkul kıymetler ile ilgili belgelerin sayısal ortamda kolayca transfer edilebilmesi ve tarihsel gelişim eğilimlerinin saptanabilmesine olanak sağlayacak şekilde saklanabilmesi gibi iletişim ve bilgisayar teknolojisindeki ilerlemeler de sermaye piyasasının gelişme sürecini hızlandırmıştır.

Halka açılmanın fayda ve maliyetlerini incelemesi sonucunda, halka açılmanın kendisi için faydalı olacağını düşünen ihraççı şirket, bu aşamaya geldiğinde halka açılma için uygun bir aday olup olmadığını tartışmaya başlayacaktır. Özellikle ilk kez halka açılacak ortaklıkların, bu tür finansman kaynağı ile başarılı olabilmeleri için işletmelerini çok iyi analiz etmeli ve belirli bir seviyede bulunmaları gerekmektedir.

Şirketler halka açılmaya karar vermeden önce ortaklıkların elde etmek istedikleri sermaye için alternatif finansman kaynaklarını incelemelidirler. Halka açılmaya karar veren şirketin yer aldığı sektördeki gelişmeler de bu aşamada etkili olmaktadır. Eğer şirketin yer aldığı sektör, diğer sektörlerle göre ekonomik gelişmelerden daha fazla etkileniyorsa bir süre beklemek uygun olacaktır. Ayrıca şirketin sektörde güvenilir bir pazar payının da olması gerekmektedir.¹⁵⁵

¹⁵⁴ Şengül, **a.g.e.**, s. 23.

¹⁵⁵ Koç, **a.g.e.**, s. 25-27.

Halka açılmanın nedenleri ülkeden ülkeye ve koşullara bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Halka arzın en belirgin nedenleri aşağıdaki gibi başlıklar halinde sıralanabilir.

1.7.4.1. Sermaye İhtiyacı

Anonim şirketlerin halka açılma nedenlerinin başında, büyük yatırımların finansmanı için, ortakların yeterli fona sahip olmamaları gelmektedir. Ülkenin sanayileşme oranı arttıkça büyük sermaye gerektiren, duran varlık ağırlıklı yatırımlar yapması gündeme gelmektedir. Bu tür yatırımları bir girişimcinin tek başına veya bir ortağı ile gerçekleştirmesi hemen hemen olanaksızdır. Girişimcinin, bu yatırımı gerçekleştirebilmesi için, mutlaka başkaları ile ortaklığa girmesi gerekir. Ortaklığa girme, yeterli sermaye koyabilecek diğer girişimcilerle olabilir. Ancak, bu durumda yeni ortaklara verilecek hisseler ortaklığın kontrolünü elden kaçırmaya neden olabilir. Aslında girişimci, gerekli olan sermayeyi çok sayıda yatırımcıya hisse senedi satarak karşılama yolunu seçtiğinde, sahip olduğu hisse sayısı çoğunluk oylarını oluşturmasa bile, şirket yönetimine sahip olmaya devam edebilir.

Bu durumun tek istisnası şirketin imtiyazlı hisse senetlerine sahip olmaktır. Girişimci böylelikle şirketin çoğunluk hisselerini arz etse bile yönetimi kaybetmek korkusu olmaksızın halka arz kararını verebilmesi girişimcinin şirketi halka açılması kararını verebilmesi açısından önemli bir nedendir.¹⁵⁶

1.7.4.2. Hisse Senetlerinin Pazarlanabilirliğini Arttırma

Halka açılma hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini arttırmaktadır. Kapalı şirketlerde hisse senetleri, az sayıda kişinin elinde olması nedeniyle serbestçe pazarlanamamaktadır. Hisse senetlerinin borsaya kote edilmesiyle pazarlanabilirliği artacaktır. Böylece borsaya kote edilmiş hisse senedine ilişkin likiditenin yüksek olmasından dolayı da hissedarlar kazançlı çıkacaklardır. Şirket hisselerinin büyük bir

¹⁵⁶ Sarıkamış, Aydın ve Sevil, **a.g.e.**, s. 46.

menkul kıymet borsasına kote edilmiş olmasıyla, o şirket bir oranda prestij de kazanmaktadır.¹⁵⁷

1.7.4.3. Vergi Avantajları

Vergi kanunları şirketlerin halka açılıp açılmama kararlarında önemli etkilere sahip olmaktadır. İngiltere’de uygulanan vergi kanunları, küçük bir grubun kontrolünde olan kapalı ya da aile şirketlerinin aleyhinedir. Bu nedenle şirketlerin hisse senetleri borsaya kote ettirilerek vergi avantajından faydalanma yolu tercih edilmektedir. Almanya, İsveç gibi gelişmiş batı ülkelerinde de halka açık şirketlerin gelişmesi için, vergi yönünden çeşitli özendirici tedbirler uygulamaya konulmuştur.¹⁵⁸

Türkiye’de halka açık şirketlerde gelir vergisi stopajı %15 yerine %5 olarak uygulanmaktadır. Böylece ortaklar kar payı dağıtımında alacakları kar payından halka açık şirketlerde %10 tasarruf sağlayacaklardır.¹⁵⁹

1.7.4.4. Likidite Avantajı

Borsaya kote edilme, şirketlerin hisse senetlerinin likiditesini arttırmaktadır. Dolayısı ile, birçok kapalı şirket ortakları, servetlerinin büyük bir bölümünü, bağlamış oldukları şirketlerini, borsaya kote ettirerek hisse senetlerinin likiditesini arttırabilirler.¹⁶⁰

1.7.4.5. Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi

Kapalı şirketlerin hisse senetleri pazarda serbest bir şekilde alınıp satılmadığından dolayı şirketin değeri konusunda, özellikle de şirket dışındaki kişiler açısından doğru bir tahmin yapmak zordur. Halbuki şirketlerin çeşitli nedenlerle diğer şirketlerle birleşmeler, şirkete yeni ortaklar alma veya ortakların ayrılmasında şirketin güvenilirliğini araştırma gibi değerlerinin belirlenmesi gerekebilir. Bir şirket halk tarafından satın alınmış ve alım satıma konu olmuş hisse

¹⁵⁷ Koç, a.g.e., s. 17.

¹⁵⁸ Sarıkamış, Aydın ve Sevil, a.g.e., s. 47.

¹⁵⁹ Sarıkamış, Aydın ve Sevil, a.g.e., s. 47.

¹⁶⁰ İMKB, Hisse Senetleri Piyasası (HSP)’nda de Halka Arz, a.g.e., s. 1.

senetleri çıkarmış ise bu durumda, yeni hisse senedi ihracında fiyatı belirleyecek başlıca faktör mevcut hisse senetlerinin piyasa değeri olacaktır. Halbuki kapalı bir şirket ilk defa halka hisse senedi ihraç ediyorsa fiyatlandırma konusu büyük önem arz edecektir.¹⁶¹

1.7.4.6. Sermaye Kullanımında Etkinliğin Arttırılması

Girişimci; sermayesini, bir tek veya sınırlı sayıda sektöre yatırım yaparak çalıştırmak istediği zaman, iki nedenle sermayesi kullanım etkinliğine ulaşmayabilir. Bu unsurlar aşağıda sayıldığı gibidir:

- Çeşitli sektörlerde çok sayıda şirkete sahip olamaması nedeni ile sermaye riskini azaltma olanağına sahip olamaması yani çeşitlendirmenin sağlayacağı risk azaltma olanaklarından yararlanamaması,
- Diğer nedeni de; aynı miktar sermayeyi, kaldıraç etkeninden yararlanacak şekilde yatırıma dönüştürememiş olmasından dolayı sermaye karlılığını arttıramamasıdır.

Girişimci, ortaklığı halka açmakla daha az sermaye ile daha büyük bir iş hacmine sahip olarak sermaye karlılığını yukarı çekebilecekken, yatırımı, tasarrufların tasarruflarına başvurmadan kendi olanaklarıyla gerçekleştirmesi, sermaye karlılığını en yüksek yapma fırsatını yakalayamamasına neden olabilir.

1.7.4.7. Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınma

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, borsanın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır.

Bu bilgi dağıtımı şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı avantaj

¹⁶¹ Sarıkamış, Aydın ve Sevil, **a.g.e.**, s. 47.

çerçevesinde gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkanı doğabilmektedir.¹⁶²

1.7.4.8. Kurumsallaşma

Ülkemizde bilindiği gibi faaliyette bulunan bir çok şirket aile şirketi niteliği taşımaktadır. Bu durum şirketin ömrünün genel olarak kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirebilmektedir. Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmesi ve menkul kıymet borsalarında işlem görmeye başlamaları SPK ile İMKB'nin incelemeleri ile bir süreç şeklinde olmaktadır. Ayrıca şirketler işlem görmeye başlamalarından sonra mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denetletirmekte, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve İMKB'nin sürekli denetimine tabi olmaktadır.

Bu çerçevede halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.¹⁶³

1.7.4.9. İkincil Halka Arz İmkani

Şirketler sadece birincil halka arz ile değil, daha sonra, hisse senetleri işlem görmekte iken yatırım ve benzeri ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkan kaynak gereksinimlerini mevcut ortaklarının rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle gerçekleştirebilecekleri "İkincil Halka Arz"lar ile karşılamak suretiyle yeniden bir finansman imkanı yaratabilirler.

Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye birikiminin yetersizliği ülkelerin ekonomik gelişim sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çerçevede şirketler büyümek, gelişmek, yatırım yapmak ve globalleşen dünyada rakipleri ile

¹⁶² İMKB, *Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda de Halka Arz, a.g.e.*, s. 1.

¹⁶³ İMKB, *Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda de Halka Arz, a.g.e.*, s. 3.

rekabet edebilmek için gerekli olan sermayeyi bulmakta zorlanmaktadırlar. Borsa şirketi olarak sermaye piyasasından kaynak temin etmenin şirketlerin kaynak problemlerinin çözümüne sağladığı katkının önemi son yıllarda artarak devam etmektedir.¹⁶⁴

Halka açılmanın şirketler için en önemli faydasının hiç kuşkusuz hisse satışı yoluyla elde edilecek gelirin özkaynağını güçlendirmesidir ancak halka açılan şirketlerin elde edecekleri fon girişinin yanında çok önemli tali faydaları da sıralanabilir. Bunlar kurumsallaşma yaygın tanınma ve prestij şirket hisse senetlerine likidite kazandırma vergi istisnalarından yararlanma ve Yurtdışı Kuruluşlarla Ortak Girişimlerde Bulunmada Halka Açıklık ve Borsada İşlem Görmenin Referans Teşkil Etmesi olarak sıralanabilir.

1.7.5. Şirketlerin Halka Açılma Maliyetleri

Halka açılmanın sağladığı yararlar yanında beraberinde getirdiği bazı sorumluluklar vardır. Halka açılma sonucu şirkete yeni ortaklar katılacağı ve halka açılma yeni bir kurumsal kurallar bütünü altına girmeyi gerektireceği için halka açılmanın kendine özgü maliyetleri vardır.

Bu maliyetler parasal olabileceği gibi şirket sahipleri için psikolojik ve geleneksel yükler şeklinde parasal olmayan maliyetlerde olabilir. Bu nedenle halka açılma kararı şirketler açısından, bir araştırma ve inceleme sonucu ortaya konacak bir fayda maliyet analizine bağlı olmakla birlikte, geleneksel ve psikolojik faktörler de halka açılmada önem taşır. Bu nedenler;

- 1. Kar dağıtma zorunluluğu:** Sermaye piyasası kanununa tabi olan halka açık anonim ortaklıkların kar payı ve kar payı avansı dağılımında uyacakları esaslar tebliğine göre halka açık anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde birinci kar payı oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci kar payı tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve

¹⁶⁴ İMKB, Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda de Halka Arz, a.g.e., s. 2.

varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın %20'sinden az olamaz.¹⁶⁵

Yatırım ortaklıklarının dağıtılabilir kar tutarının hesaplanmasında gerçekleşmemiş sermaye kazançları dikkate alınmaz. Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak kar payı;

a) Tamamen nakden dağıtma,

b) Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,

c) Belli oranda nakit, belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,

d) Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir.

Kar dağıtım muafiyeti ise ihraççıların ayrı tutma şartlarına ve kurul kaydından çıkarılmalarına ilişkin esaslar tebliğine göre;

a) Halka açık anonim ortaklıklar, kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci kar payı tutarının, genel kurula sunulacak son yıllık mali tablolarına göre esas sermaye/çıkarılmış sermayenin % 5'inden daha düşük olması veya söz konusu mali tablolara göre net dağıtılabilir dönem karının 50.000 TL'nin altında olması hallerinde, ilgili hesap dönemleri için birinci kar payı dağıtmayabilir.

b) Ancak, bu hükme göre dağıtılmayan kar payı, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında kar payı kalemi olarak dikkate alınır.

¹⁶⁵ Seri: IV, 27 Numaralı **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği** (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır).

2. Karar almanın güçleşmesi: Şirketin yeni ortakları ile şirketin hedeflerinin her zaman aynı yönlü olmaması nedeniyle, yönetim ve yatırım arasında oluşabilecek anlaşmazlıklar, genel kurulun toplanması veya karar alınması konusunda sorun olabilir. Ancak, bu sonuç çeşitli önlemlerle yok edilebilir.

3. Sermaye Piyasası Kanununa tabi olma: Sermaye piyasası kanununa tabi olma beraberinde yeni bir otoritenin denetim ve gözetimi altına girmek ve uyulması gereken kuralların artması şirketler için halka açılmadan kaçınma unsuru olmaktadır.

Sermaye piyasasında mali tablo ve raporlara ilişkin ilke ve kurallar hakkında tebliğin kırk sekizinci maddesine göre; hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklar ve aracı kurumlar, hesap dönemlerinin bitimini izleyen 10 hafta içinde, aynı Tebliğin 3 no.lu ekinde yer alan açıklamalara ve 4, 5 ve 6 no.lu eklerdeki tiplerine uygun olarak hazırladıkları ayrıntılı bilançoları ve gelir tabloları ile ayrıntılı bağımsız denetim raporlarını kurula ve borsa bülteninde yayımlanmak üzere ilgili borsaya göndermekle yükümlüdürler. Kurula ve ilgili borsaya gönderilecek yıllık mali tablo ve raporların genel kurula sunulacak mali tablo ve raporlar olduğunun belirtilmesi şarttır.¹⁶⁶

Kısaca, şirket hakkındaki her türlü bilginin paylaşımı şirket hissedarlarınca olumlu bulunmadığından halka açılma uygun görülmebilir.

4. Halka arz'ın maliyetli olması: Menkul kıymet ihracının maliyetleri oldukça yüksek olup, ihraç edilen menkul kıymet miktarına bağlı olmaktadır. Eğer az miktarda menkul kıymet piyasaya sunulacaksa halka arz maliyeti yüksek kalmakta, hatta maliyetlerin karşılanamadığı durumlar dahi söz konusu olmaktadır.

¹⁶⁶ Seri: XI, 1 Numaralı **Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar** Tebliği (29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır).

Halka arz edilen menkul kıymet maliyetlerini doğrudan ve dolaylı maliyetler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür.¹⁶⁷

a) Doğrudan maliyetler:

- Aracı kuruluşun menkul kıymeti satın alma fiyatı ile menkul kıymeti halka satış fiyatı arasındaki farktan oluşmaktadır.

- Muhasebe, denetim ve basım giderleri; yasal komisyonlar, vergiler, satış giderleri, baskı maliyetleri ve benzeridir.

b) Dolaylı maliyetler:

- Düşük fiyatlandırma maliyeti; bir halka arzda, özellikle halka satış yapılan hisse senedinin satış fiyatı, ihraç edildikten hemen sonra oluşan piyasa değerinin genellikle %10-15 altındadır. Sonuçta düşük değerlendirme, ihraççı bir maliyet oluşturmaktadır.

- Normal üstü fiyat performansı maliyeti; Daha önce birkaç kez hisse senedi arz etmiş ortaklıkların yeni halka arzları genellikle çok az düşük fiyatlandırılmaktadır.

- Diğer maliyetler; genelde bunlar aracı kuruluşa çeşitli durumlarda belirli bir süre için, belirli bir fiyattan, hisse senetlerini alma hakkını veren durumlarda ortaya çıkmaktadır. Aracı kuruma tanınan önalım hakkı, ihraççı ortaklık açısından bir maliyet unsurudur.

1. Şirketin Kontrolünün Kaybedilmesi: Şirketin hisse senetlerinin başka gruplarca ele geçirilmesi sonucu yönetimin değişmesi riski artar.

2. Şirketlerin Çok Küçük Olması: Şirketlerin çok küçük olmaları durumunda halka arzdan elde edilecek gelir çok fazla yarar sağlayamayacağı gibi yeterince derinlik yaratılmayabilir.

¹⁶⁷ Stephan A. Ross, Rondolph W.Westerfield ve Kirt Butler, **Instuctor's Manual to Accompany, Corporate Finance**, 5. Baskı, Mirror/Mosby College Publishing, Missouri, 1998, s. 118.

1.8. HALKA ARZDA ARACILIK, YÖNTEM ve SATIŞ TÜRLEİ

Halka arza aracılık; Kurul'dan yetki belgesi almış aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalarca “en iyi gayret aracılığı” veya “aracılık yüklenimi” şeklinde yapılabilir. Bu bölümde ayrıca halka arzın bazı yöntemleri ve halka arzda kullanılan satış yöntemleri işlenmektedir.

1.8.1. En İyi Gayret Aracılığı

SPK'ya göre, en iyi gayret aracılığı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı üstlenmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder.¹⁶⁸ En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluş tarafından satılan menkul kıymetlerin bedeli, satış süresini izleyen iş günü sonunda ihraç eden şirkete veya halka arz edene tam ve nakden ödemek zorundadır. Eğer, aracılık sözleşmesinde bedelin ödenmesi konusunda bir süre belirtilmişse, ödeme sözleşmede belirtilen sürede yapılacaktır.

1.8.2. Aracılık Yüklenimi

Bu yöntemde aracı kuruluş tarafından satışı yapan şirkete halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının veya belli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir. Bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim şeklinde başlıca iki tür bulunmakla birlikte taahhüt kısmi olarak da gerçekleştirilebilir. Bu kapsamda aracılık yüklenimini, aşağıda sıralanan şekilde yapabilir:

Bakiyeyi Yüklenim; Halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının,

¹⁶⁸ 19 Numaralı **Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği** Madde 30 (01.03.1995 tarih, 22217 sayılı T.C. Resmi Gazete).

Tümünü Yüklenim; Halka arz yoluyla satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının,

Kısmen Bakiyeyi Yüklenim; Halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının bir kısmının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının,

Kısmen Tümünü Yüklenim; Bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapanın üstlenmesi suretiyle gerçekleştirilebilir.

Halka arzlarda, aracılığın en iyi gayretle mi yapılacağı, yoksa kısmi veya toptan yüklenimin mi taahhüt edileceği satışı yapan ile aracı kuruluş arasında kararlaştırılır. Burada satışı yapanın hedefleri ve eğilimleri ağırlıklı olarak rol oynar. Ancak, özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklarda, “hissedarların” sahip oldukları hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla yapılan halka arzlarda yüklenim zorunluluğu bulunmaktadır.

Aracı kuruluşlar, portföylerindeki hisse senetlerinin veya kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arzında ise aracılık yükleniminde bulunamazlar. Ancak hisse senetlerinin halka arz edilmesi için bir konsorsiyum oluşturulması durumunda, konsorsiyuma “en iyi gayret aracılığı” yükleniminde bulunmak kaydıyla katılabilirler. Büyük halka arzlarda yüklenim genellikle konsorsiyum tarafından yapılabilir.

Türkiye’de ihraçlar ağırlıklı olarak en iyi gayret aracılığı ile yapılmaktadır. Bunun en önemli nedeni ise, halka hisse senedi arz eden ortaklıkların hisse senetlerini en yüksek değer üzerinden belirlemeleri ve halka arz fiyatı olarak kendi değerlerinde ısrar etmeleridir. Sonuçta, aracı kuruluşlar hisse senetlerinin satılmama riskini üzerlerine alamamakta ve en iyi gayret aracılığı sözleşmesini tercih etmektedir.¹⁶⁹

¹⁶⁹ Sevinç Akbulak, **a.g.e.**, s. 115.

En iyi gayret aracılığı mevzuatın zorunlu tutmadığı durumlarda daha çok küçük miktardaki arzlar uygulanır. Aracı kuruluş açısından riski yoktur, çünkü o elinden geleni yaptığı halde satış istenilen sonucu vermezse herhangi bir alım taahhüdünde bulunmamış olduğundan finansal bir yükün altına girmesi söz konusu değildir. Örneğin 20.000 lotluk bir halka arzda, aracılık eden kuruluş sadece 8.000 lot satılmışsa, geri kalan miktarla ilgili değildir. 12.000 lot ilgili SPK'nu mevzuatı hükümleri uyarınca satışı yapana geri döner.

Bazı ülkelerin uygulamalarında, örneğin ABD'de satılamayan bir kısmın kalması durumunda, halka arz iptal edilir ve fiyat değerlemesinin doğru yapılmadığı varsayılarak hisse senedi almış bulunan yatırımcıların parası geri ödenir.¹⁷⁰ En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluş, riskinin az olması nedeniyle, satışı yapandan isteyebileceği komisyonu da düşük tutmak zorundadır.

1.8.3. Halka Arz Yöntemleri

Şirketlerin ihraç edeceği hisse senedinin yönteminin ne olduğu konusu, en az aracılık yöntemi kadar önemlidir burada kullanılacak yöntem şirketin değerlendirme fiyatını doğrudan etkileyebileceği gibi yatırımcılarında şirket hisse senetlerine olan talebini de olumlu veya olumsuz etkiler. Bu yöntemler aşağıda maddeler halinde kısaca açıklanmıştır.

1.8.3.1. Mevcut Hissedarların Hisse Senetlerini Halka Arz Etmeleri

Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar/hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler. Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği " ile düzenlenmiştir.¹⁷¹

¹⁷⁰ J. Peter Williamson (Editor), **Investment Banking Handbook**, 3. Basım, John Wiley and Sons Yayınları, New York, 1998, s. 128.

¹⁷¹ Seri: I, 26 Numaralı **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği** (15.11.1998, 23524 sayılı T. C. Resmi Gazete).

Özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin aşağıdaki özelliklerde olması zorunludur:

- a) Belli bir sıralama ve gruba dahil olmaları halinde o sıralama ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin veya ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- b) Yazılı değerleri toplamının, SPK'na başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın belirtilen sermayesine oranının en az;
 - Sermayeleri 14.200.000 TL kadar olan ortaklıklar için %25,
 - Sermayeleri 14.200.000 TL ile 70.800.000 TL arasında olan ortaklıklar için %15,
 - Sermayeleri 70.800.000 TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,
- c) Rehin veya güvence verilmek suretiyle devir veya sürümünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel oluşturacak kayıtların olmaması.

1.8.3.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arzı yöntemi ile halka arz aşağıda sayılan şekilde yapılabilir:

- a) Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü öncelik haklarını (mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilir.
- b) Sermaye artırımında ortaklarca öncelik hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği " ile düzenlenmiştir.¹⁷²

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK' ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır:

- a) Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde değişiklik tasarısını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını alır.
- b) TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Sermaye artırımını yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak belirtilmiş sermayeye oranının en az aşağıda belirtilen oranlarda olması gerekir:

- Sermayeleri 14.200.000 TL kadar olan ortaklıklar için %25,
- Sermayeleri 14.200.000 TL ile 70.800.000 TL arasında olan ortaklıklar için %15,
- Sermayeleri 70.800.000 TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5.

1.8.3.3. Her İki Yönteminin Birlikte Kullanılması

Yukarıda belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması olanağı vardır. Bu sayede hem ortak hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde edebilecektir.

1.8.4. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Halka arzda satış yöntemleri önce kategorik olarak sonra uygulama olarak aşağıda ele alınmaktadır.

¹⁷² Seri: I, 26 Numaralı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (15.11.1998, 23524 sayılı T.C. Resmi Gazete).

Kategoriler

Halka arz için iki kategorik tip sınıflandırma söz konusudur. Bunlardan ilki fiyat unsuru düşünülerek yapılan sınıflandırma diğeri ise sermaye unsuru düşünülerek yapılan sınıflandırmadır. Fiyat unsuru düşünülerek yapılan halka arz sınıflandırmasında temelde aşağıdaki yöntemler kullanılabilir:¹⁷³

- **Sabit fiyatla talep toplama:** Bu yöntemde öncelikle halka arz fiyatı belirlenir ve daha sonra bu fiyattan yatırımcı teklifleri toplanır. Katılımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için ön ödeme yaparlar.
- **Fiyat aralığı ile talep toplama:** Bu yöntemde aracı kurum öncelikle potansiyel yatırımcılarla görüşür ve bağlayıcı olmayan fiyat teklifleri alır. Bu teklifleri belirli bir fiyat aralığında toplayabileceği gibi, bazen de fiyat aralığı belirlemez, sonuçta alınan teklifleri değerlendirip nihai halka arz fiyatını belirler ve bu fiyattan talep toplar.
- **Müzayede:** Bu yöntemde halka arza aracılık eden aracı kurum yatırımcılardan aldığı belli miktar ve buna bağlı fiyatı içeren teklifleri arz ve talep şeması oluşturacak şekilde yerleştirir. Müzayede esasına göre gerçekleştirilen bazen açık bazen de kapalı usulde yapılan teklif alma işlemleri sonucunda arz ve talebi eşitleyen nihai fiyat halka arz fiyatı olarak belirlenir.
- **Borsada Satış:** Bu yöntem, belli bir aracı kurum tarafından borsanın birincil pazarında halka arz olunan hisse senetlerinin satışı ile gerçekleştirilir. Halka arzın ilk günündeki açılış fiyatı, şirketin bu tür bir halka arz için borsaya kayıt yaptırdığı zaman açıkladığı hisse senedi fiyatıdır.
- **Karma Yöntemler:** Burada aracı kurum yukarıda açıklanan yöntemlerden birkaçını birleştirerek yeni bir yöntem oluşturur. En

¹⁷³ Güray Küçükkocaoğlu ve Ayşegül Alagöz, "Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı Yöntemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (MÖDAV)*, Haziran 2006, 8 (2), s. 3-4.

yaygın olanı ise sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemlerinin birleştirildiği karma yöntemdir.

Diğer sınıflandırma olan sermaye bazlı sınıflandırma ise aşağıda belirtilmektedir:¹⁷⁴

- **Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Borsa'da veya Borsa Dışında Halka Arz Etmeleri:** Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar/hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler. Bu tür halka arzlar SPK tebliği ile düzenlenmiştir.
- **Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı:** Bu şekildeki halka açılmada ortaklık; Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını kısıtlayarak İMKB'de veya İMKB dışında halka satabilir. Bunun yanında sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini İMKB veya İMKB dışında halka arz edebilir. Bu tür halka arzlar SPK tebliği ile düzenlenmiştir.
- **Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı ile Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması:** Yukarıda belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması imkanı mevcuttur. Bu sayede hem ortak hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde edebilecektir.

Uygulama

Tasarruf sahiplerine satış işlemleri, Seri: VIII, No: 22 "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde yerine getirilir. Bu Tebliğe göre halka açılmak üzere hisse senedi satışı

¹⁷⁴ TSPAKB, **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği (TSPAKB) Yayınları, İstanbul, 2007, s. 43-44.

SPK, **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği**, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Ankara, 1998, m.5.

yapacak ortaklıkların talep toplama yöntemi ile satış, talep toplamaksızın satış ve Borsa'da Satış yöntemlerinden birisini kullanmaları zorunludur.

1.8.4.1. Talep Toplama Yöntemi

Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama, olarak ikiye ayrılır.

Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi: Teklifler belirlenmiş tek bir fiyattan alınır. Talep toplama süresi; en az 2 işgünü olarak belirlenmek üzere, genelge ilanından itibaren en az 3 en son 5 işgünü geçtikten sonra başlar. Sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır. Ancak esas sermaye sistemini kabul etmiş ortaklıkların, sermaye artırımını nedeniyle pay satışlarında hamiline yazılı hisse senetleri, sermaye artırımının tescilini izleyen 30 gün içinde teslim edilir. Nama yazılı hisse senetlerinde bu süre 90 gündür. Bu yöntem halka arzı gerçekleştiren aracı kurumun hisse senedinin değerlendirme raporunda belirlemiş olduğu fiyattan satmak üzere çağrı yolu ile talep toplamasıdır. Bu yöntem aracı kurumlar tarafından belirlenmiş fiyattan talebin arzın tamamını karşılamaması durumunda aracılık yüklenimi sözleşmesi uyarınca ya kalan kısmın ihraççı şirkete iadesi veya kalan bakiyenin aracı kurum tarafından satın alınması ile gerçekleşir.

Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi: Asgari bir satış fiyatı tespit edilerek bunun üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Talep toplama süresi; en az 2 işgünü olarak belirlenmek üzere, genelge ilanından itibaren en az 3 en son 5 işgünü geçtikten sonra başlamaktadır.

1.8.4.2. Talep Toplamadan Satış Yöntemi

Sermaye piyasası araçlarının bizzat satışı yapan tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilir.

Bu yöntemin uygulanması halinde tasarruf sahipleri, genelgede belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

1.8.4.3. Borsada Satış Yöntemi

Borsada Satış Yönteminde satış, İMKB Yönetmelikleri çerçevesinde yapılmaktadır. Bunun için, asgari 20 işgünü önce Borsa'ya başvurulması ve başvurunun Yönetim Kurulunca kabulü ve ilan edilmesi gerekmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında bu tebliğin 4., 5. ve 6. Maddelerinde düzenlenen satış yöntemlerinden biri satışı yapanlarca veya hissedarlarca seçilerek kullanılır. Ancak aşağıda belirtilen durumlarda belirlenen yöntemlerin kullanılması zorunludur.

1.8.4.4. Belirli Satış Yöntemlerine Uyma Zorunluluğu Bulunan İhraççılar

Belirli satış yöntemlerine uyma zorunluluğu bulunan ihraççılar aşağıda sayılmaktadır:

- a) **Hisse Senedi Borsa'da İşlem Gören Ortaklıklar:** Hisse senetleri Borsa'da belirtilen değerinin üzerinde işlem gören ortaklıkların yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan paylarının satışında Borsada Satış yönteminin kullanılması zorunludur.
- b) **Halka Açılmak Üzere Hisse Senedi Satışı Yapacak Ortaklıklar:** Aracı kurumlar dışında kalan, halka açık olmayan ortakların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arz edilmesi ile kanun hükümlerine göre halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırarak, artırılan sermayeyi temsil eden paylarını kısmen veya tamamen halka arz etmeleri durumunda 'Talep Toplama' veya 'Borsada Satış' yöntemlerinden birini uygulaması zorunludur.

c) **Nitelikleri Belirlenmiş Halka Açık Ortaklıklar:** Halka açık ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla hisse senedi satışlarında Sermaye Piyasası Kurulu'na belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait bilançolarına göre, hisselerinin defter değeri belirtilmiş değerinin az iki katı olan ortaklıkların; aynı bilanço üzerinden net dönem karı elde etmiş olmaları ve bilanço aktif toplamı 8.850.000 TL sini aşmış olmaları halinde, 'Talep Toplama' ve 'Borsada Satış' yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur. Ancak, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan tutarın, nakit karşılığı artırılacak sermayeye oranının %5 ve altında kalması durumunda, yapılacak başvuru üzerine bu yöntemler uygulanmayabilir.

2. İMKB'DE BİR ŞİRKETİN HALKA AÇILMA SÜRECİ

Çalışmanın ikinci bölümünde halka arz süreci, ön hazırlıkları ve kullanılan değerlendirme yöntemleri ile başvuru sırasında SPK ve İMKB incelemeleri konularının yanı sıra halka arz talebinin toplanması satış ve sonuç işlemleri ele alınmıştır.

2.1. HALKA ARZ SÜRECİ

İşletme yönetimi halka açılma yöntemini, işletmesi için uygun görmesi durumunda, işletme halka arza hazırlık aşamasına gelmiş sayılmaktadır. Bu aşamada hem uygulamadan gelen hem de yasal zorunluluklardan gelen prosedürlerin yerine getirilmesi gerekecektir. Başarılı bir halka arz için belirli konularda iyi bir çalışma yapılmış olması gerekmektedir. Bu kapsamda olmak üzere (1) halka açılmada ön hazırlık, (2) başvuru, (3) kurul'un borsadan görüş istemesi, (4) SPK ve İMKB uzmanlarının incelemeleri, (5) ön talep toplama, (6) sermaye piyasası kurulu'na görüş gönderilmesi, (7) hisse senetlerinin kurul kaydına alınması, (8) hisse senetlerinin halka arz edilmesi, (9) satış sonuçlarının bildirilmesi, (10) şirket hisse senetlerinin borsada işlem görmesi ve (11) borsada işlem gören şirketlerin yükümlülükleri olmak üzere bu bölümde ele alınmaktadır.

Yapılacak halka arzın başarıya ulaşmasında zamanın doğru tespit edilmesi çok önemlidir. Yatırımcılar arasında menkul kıymetler borsasının durgun olduğu dönemlerde, genellikle mali yapısı güçlü ve kar potansiyeli yüksek şirketlerin halka açılacağı düşünülmektedir.

Bunun yanında karlılığı düşük ve gelecekle ilgili potansiyeli yüksek olmayan şirketlerin ise halka açılmak için borsa endeksinin ve işlem hacminin yüksek olduğu zamanları seçecekleri düşünülmektedir. Bu beklentilerin tam tersine, gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerde, borsanın tırmanışta olduğu zamanlarda halka açılan şirketlerin mali yapılarının güçlü şirketler olduğu tespit edilmiştir. Halka açılma için en uygun zaman borsa endeksinin çıkışta olduğu dönemdir. Aynı zamanda likiditenin yüksek olduğu dönemler de şirketler için uygun olmaktadır.

Ancak gelişmekte olan ÷lkelerde sermaye piyasaları genellikle etkin çalışmadığından, borsa endeksinde iniş ve çıkışlar fazla olmaktadır. Bunun sonucunda da borsa endeksi beklenmedik zamanlarda beklenmedik yönde değişiklik gösterebilmektedir. Bu nedenle de halka açılmak için doğru zamanın tespit edilmesi zor olmaktadır.¹⁷⁵

Doğru zamanlama için dikkat edilecek diğer etken de şirketin faaliyet gösterdiği sektörün durumudur. Halka arzın başarısı uygun pazar koşullarının yanında yatırımcıların, şirketin yer aldığı sektörün durumu hakkında düşünceleri ile de ilgili olmaktadır.¹⁷⁶

Zamanlama için diğer bir etken de şirketin kendi içinde bulunduğu durumdur. Bu etken tek başına çok anlamlı olmasa da, piyasanın genel durumu ve sektör faktörleri ile bir araya geldiğinde anlam kazanmaktadır. şirketin en iyi zamanı, geçmiş performanslarına göre belirleyebildiği en güçlü cari yıl karını tahmin ettiği zaman olmaktadır. Bu zaman mevcut pay sahipleri için de çekici bir fiyat elde edebilme olanağı sağlamalıdır.

Hisse senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun, borsada işlem görmesi ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın incelemelerine tabi bulunmaktadır. Halka açılmak ve borsada işlem görmek isteyen şirketlerin her iki kuruma da eşzamanlı olarak müracaat etmeleri sürecin kısılması açısından önem taşımaktadır.

şirketlerin hisse senetlerinin halka arzına ve borsada işlem görmesine karar vermesinden sonra, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı ilk güne kadar uygulanan prosedür aşağıda listelenmiştir.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Koç, a.g.e., s. 30.

¹⁷⁶ Mustafa Kemal Yılmaz, "Türk Sermaye Piyasası'nda Birincil Halka Arz Yoluyla Kaynak Temini: Kantitatif Bir Yaklaşım", **Muhasebe Bilim ve Dünya Dergisi (MÖDAV)**, Haziran 2003, Cilt: 5, Sayı: 2, s. 84.

¹⁷⁷ Güray Küçükkocaoğlu, "Sermaye Piyasası Kurulu, Aracı Kurumlar", **Finansal Pazarlar**, Başkent Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Ankara, 2004, s. 1.

2.1.1. Halka Açılmada Ön Hazırlık

Hisse senetlerini halka arz etmek ve borsada işlem görmesini sağlamak için karar alan şirket, halka arza aracılık yapmaya yetkili bir aracı kuruluş belirler.

Esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için madde değişiklik projeleri SPK'na sunar. Şirket esas sözleşmesinde hisse senetlerinin devir ve sürümünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden arındırılması, ayrıca esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasası mevzuatına paralel hale getirilmesi gerekmektedir.

Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda TTK hükümleri dahilinde, genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

2.1.2. Başvuru

Aracı kuruluş, SPK tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile birlikte hisse senetlerinin kurul kaydına alınması amacı ile kurula başvuruda bulunur.

Şirket SPK müracaatı ile eşzamanlı olarak, borsa tarafından istenilen bilgi ve belgeler ile hisse senetlerinin halka arz edilmesinden sonra borsanın ilgili pazarında işlem görebilmesi için borsaya başvuruda bulunur. Başvuru şirket tarafından yapılabileceği gibi yetkili aracı kurum tarafından da yapılabilir.

2.1.3. Kurul'un Borsadan Görüş İstemesi

Sermaye Piyasası Kurulu, halka arz izahnamesine yazılmak üzere başvuru ile birlikte başvuruda bulunan şirketin hisse senetlerinin borsanın hangi pazarında işlem görebileceğine dair görüşünü talep etmektedir.

2.1.4. SPK ve İMKB Uzmanlarının İncelemeleri

Şirket'in halka arz ve borsada işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, şirket merkez ve üretim tesisleri borsa uzmanlarınca ziyaret edilerek yerinde incelemelerde bulunmaktadır.

2.1.5. Ön Talep Toplama

Hisselerinin kurul kaydına alınmasından önce belirli bir fiyat aralığında yatırımcıların olası taleplerini öğrenmek amacı ile talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturulmaksızın aracı kuruluşlar tarafından bir ön izahname düzenlenerek ön talep toplanabilir.

Duyuru ilanı yoluyla ön talep toplanabileceği gibi duyuru ilanı yapılmaksızın da ön talep toplanabilmektedir. Ön talep toplama süresi 30 günden fazla olamaz.

2.1.6. Sermaye Piyasası Kurulu'na Görüş Gönderilmesi

Borsa uzmanları tarafından şirket tarafından sunulan bilgi ve belgeler ile şirket merkez ve üretim tesislerinde gerçekleştirilen incelemeler sonucunda oluşturulan rapor Borsa Yönetim Kurulu'na sunulur.

Şirket hisse senetlerinin borsada işlem görüp göremeyeceği, işlem görecektir ise borsa pazarlarından hangisinde işlem görebileceği Borsa Yönetim Kurulu tarafından karara bağlanır. Borsa Yönetim Kurulu tarafından alınan karar, halka arz izahnamesinde yazılmak üzere, Sermaye Piyasası Kurulu'na iletilir. Ayrıca halka arz izahnamesinde yer almasının yararlı olacağı düşünülen hususlar da SPK'na bildirilir.

2.1.7. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması

Kurul, başvuruları kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler. İnceleme sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı, gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmadığı ve

halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçeler gösterilerek başvurusu yapılan hisse senetleri kurul kaydına alınmayabilir.¹⁷⁸

SPK tarafından yapılan incelemeler sonucunda hazırlanan rapor ile borsanın şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkındaki görüşü çerçevesinde şirket hisse senetleri kurul tarafından kayda alınır. Bu aşamada halka arz izahnamesi ve genelge kurul tarafından onaylanır.¹⁷⁹

2.1.8. Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesi

Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasından sonra, kurul tarafından onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirmek zorundadır. Söz konusu tescil ve ilandan sonra, 15 gün içerisinde izahname ve tasarruf sahipleri için sirküler basın yayın yolu ile yatırımcılara duyurularak hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara davette bulunulur.

Ayrıca mevcut hisse senetlerinin halka arzı ile halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka arzında; toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde, mevcut ortakların daha önce belirlenen ve izahname ile genelgelerde açıklanan tutardaki payları, dağıtıma tabi tutulacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilebilir. Bu durumda, talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 işgünü içinde ek satışa konu hisse senetlerinin kayda alınması için kurula başvurulur. Ek satışa konu olacak hisse senedi miktarı halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçemez.¹⁸⁰

2.1.9. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi

Satış işlemi tamamlandıktan sonra halka arza ilişkin satış sonuçları aracı kuruluş tarafından şirket hisse senetlerini satın alan yatırımcı sayısı ve kimlik bilgileri satışın gerçekleştiği fiyat ve varsa hisse senedini satın alan yatırımcılar

¹⁷⁸ İMKB, **Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda de Halka Arz, a.g.e.**, s. 2.

¹⁷⁹ SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Klavuzu, a.g.e.**, s. 6.

¹⁸⁰ İMKB, **Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda de Halka Arz, a.g.e.**, s. 2.

içinde toplam arz büyüklüğünün %5 ve üzeri satın alan yatırımcıların bilgileri SPK'na ve borsaya iletilir.

Halka arz sonuçları ile birlikte şirket hakkında hazırlanan son raporun incelenmesi sonucunda, Borsa Yönetim Kurulu şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında nihai kararı verir.

2.1.10. Şirket Hisse Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi

Borsa Yönetim Kurulu'nun nihai kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa tarafından gerekli görülen diğer bilgiler Borsa Günlük Bülteni'nde ilan edilir. Borsa dışı satışlarda ilanı izleyen 2. işgününden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işleme alınmaktadır.

2.1.11. Borsada İşlem Gören Şirketlerin Yükümlülükleri

Halka açılarak hisse senetleri İMKB'de işlem görmeye başlayan ortaklıkların en önemli yükümlülüklerinden birisi "kamuyu aydınlatma" dır. Ortaklıklarca, hisse senetlerinin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek veya yatırımcıların yatırım kararı almalarında etkisi olabilecek önemli olay ve gelişmeler oluştuğunda veya bilgi edinildiğinde kamunun; zamanında, yeterli, sürekli aydınlatılması ilkeleri çerçevesinde, Borsaya ve Kurul'a söz konusu özel durum hakkında, en kısa sürede açıklama gönderilmesi gerekmektedir.

Borsa'ya gönderilmesi gereken bilgilerin neler olduğu ve söz konusu bilgilerin Borsa'ya gönderilme yöntemine ilişkin bilgiler aşağıda açıklanmıştır. Kamunun aydınlatılması hususundaki düzenlemeler finansal ve finansal olmayan bilgiler olmak üzere iki ana başlık altında incelenebilir:

2.1.11.1. Finansal Bilgiler

Kamunun aydınlatılması bağlamında borsaya gönderilmesi gereken finansal bilgiler aşağıda sıralanmıştır:

I) Yıllık mali tablolar: Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: XI, No: 1 sayılı Sermaye Piyasasında, Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliği'nin 48'inci maddesi gereğince, hesap döneminin bitimini izleyen 10 hafta içinde ayrıntılı bilanço ve gelir tabloları ile bağımsız denetim raporu hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerce kamuya duyurulmak üzere Borsa'ya gönderilir.¹⁸¹

II) Ara mali tablolar: Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklar 6 aylık faaliyet dönemine ilişkin ayrıntılı bilanço ve gelir tabloları bağımsız denetimden geçirilerek hesap döneminin bitimini izleyen 6 hafta içinde (bankalar için 8 hafta), 3 ve 9 aylık faaliyet dönemine ilişkin ayrıntılı bilanço ve gelir tablolarının ise bağımsız denetimden geçirme zorunluluğu olmayıp, 4 hafta içinde (bankalar için 6 hafta) dipnotlarıyla birlikte hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerce kamuya duyurulmak üzere Borsa'ya gönderilir.

III) Kar payı: Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklar, birinci kar payını nakden veya hisse senedi biçiminde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbesttirler. Kurul, bu ortaklıklardan gerekli gördüklerine birinci kar payı nakden dağıtılması zorunluluğu getirebilir.

Kar payı dağıtımı ortaklıklarca, hesap dönemini izleyen 5. ayın sonuna kadar tamamlanmak zorundadır. Genel Kurul toplantı tarihinden en geç 15 gün önce kar payı dağıtımı ile ilgili yönetim kurulu teklifi Borsa'ya bildirilir. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarca ihraç edilen hisse senetleri sermaye artırımının tescil edildiği hesap dönemi itibariyle kâr payına hak kazanır.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarca ihraç edilen hisse senetleri, yeni pay alma hakkına ilişkin genelgenin yayımlandığı hesap dönemi itibariyle kâr payına hak kazanır. Bu ortaklıkların nakdi sermaye artırımını nedeniyle çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içinde, hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son

¹⁸¹ Seri: XI, 1 Numaralı **Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar** Hakkında Tebliği Madde 48 (29.1.1986, 20064 sayılı T.C. Resmi Gazete).

gününi takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilerek satılır.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıkların, kar payı ödemeleri ortakların çoğunluğunun kolaylıkla ulaşabileceği, biri ortaklık merkezi olmak üzere en az üç merkezde ve İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'de yapılır. Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklar kar payı dağıtım işlemlerini; Takasbank A.Ş.'nin beyanını müteakip 3 işgünü içinde söz konusu ödemelere ilişkin kupon teslimini beklemezsizin sonuçlandırırılar. Söz konusu kuponlar satışı yapan adına saklamaya alınarak işlemi takip eden yılın sonuna kadar satışı yapana teslim edilir. Takasbank A.Ş. beyan ile birlikte ödemelere esas teşkil edecek kar payı kuponlarının belge numaralarını kapsayan bilgileri manyetik ortamda satışı yapan kuruluşlara verir. Takasbank A.Ş. verdiği bu bilgiler ile sorumludur.

2.1.11.2. Finansal Olmayan Bilgiler

Esas olarak menkul kıymetlerin piyasa değerinde olumlu veya olumsuz olarak değişiklik yapabilecek, yatırımcıların sağlıklı şekilde alış veya satış kararı almasını etkileyebilecek, ortaklık tüzel kişiliğine, ortaklıklarına, pay sahiplerine, yöneticilerine, personeline, menkul kıymetlerine ve ortaklık ile doğrudan veya dolaylı ilişkisi olan diğer gerçek ve tüzel kişilere ilişkin bilgilerin ortaya çıkması durumunda, kamuya açıklanmak üzere, en hızlı haberleşme aracı ile yazılı olarak Borsa'ya derhal açıklama gönderilmelidir.¹⁸²

Açıklanması zorunlu aşamaya gelmiş olmakla birlikte miktar, tutar veya işlem olarak bazı belirsizlikler bulunması durumunda, söz konusu belirsizlikler ve bu belirsizliklerin ortadan kalkacağı muhtemel tarih ve varsa koşullar belirtilerek, bu bilgiler hakkında kamuya açıklanmak üzere, en hızlı haberleşme aracı ile yazılı olarak Borsa'ya derhal açıklama gönderilmesi zorunludur.

¹⁸² 2499 Numaralı **Sermaye Piyasası Kanunu** (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı T.C. Resmi Gazete), 16/A Maddesi.

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliği, Bakanlar Kurulu Karar Tarihi - No : 02/10/1984 - 84/8581, Dayandığı Kanun Tarihi - No : 03/10/1983 - 91 KHK, Yayımlandığı Resmi Gazete Tarihi - No : 06/10/1984 - 18537, 46. Maddesi. **İMKB Kotasyon Yönetmeliği**, 18/A maddesi (24 Haziran 2004 Tarihli T.C. Resmi Gazete, Sayı: 25502).

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 46. maddesinde de, menkul kıymetleri borsa kotuna alınan kuruluşların, aşağıdaki bilgileri Borsa Yönetim Kurulunca tespit edilen sürelerde ve belirlenecek formlara uygun olarak Borsa'ya vermekle yükümlü olduğu belirtilmiştir:

- I)** Ortaklığın, Kurul'un ilgili tebliğine göre hazırlanan onaylanmış yıllık faaliyet ve denetim raporları ve mali tabloları ile genel kurul tutanaklarının örneği,
- II)** Ortaklığın Borsa Yönetim Kurulunun uygun göreceği dönemler itibariyle düzenlendiği mizanlardan çıkarılan hesap özetleri,
- III)** Bilgisi olduğu durumda, ortaklık sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip bulunan pay sahiplerindeki ve sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip bulunduğu iştiraklerindeki paylarının oranındaki değişiklikleri,
- IV)** Ortaklığın durumu öğrendiği tarihten itibaren yedi gün içinde, ortaklığın yöneticilerinin, personelinin ve bunlarla doğrudan veya dolaylı ilgisi olan kişilerin, bu kuruluşun borsa kotuna alınan menkul kıymetlerinden sahip oldukları miktarlardaki değişiklikleri,
- V)** Söz konusu olayların meydana geldiği tarihten itibaren yedi gün içinde, yatırımcının, yatırım kararını almasında etkisi olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek önemli olayları Borsaya bildirmekle yükümlüdür.

2.2. HALKA AÇILMADA ÖN HAZIRLIKLAR

Halka açılma, karşılıklı güvene dayalı fon temini yoludur. Halka arz ve halka arza aracılık faaliyeti sermaye piyasası açısından oldukça önem taşır. Sermaye piyasasının gelişebilmesi halka arz ve ihraçların gelişmesine bağlıdır. Türkiye'de

halka arz yoluyla finansman yolu yeterince istenen büyüklüğe ulaşamamıştır. Etkin bir sermaye piyasasının varlığı açısından halka arz ve halka arza aracılık faaliyetleri yaygınlaşmalı, yatırımcılara rahatlıkla likidite imkânı sunan bir derinliğe ulaşması sağlanmalıdır.

Halka açılma öncesinde şirketlerin yapmaları gereken ön hazırlıklar vardır bunlardan en önemlisi halka arz ile ilgili yönetim kurulu kararı almaları ardından bu karara yönelik çalışmalarını ilgili kurumlar ile koordineli yürütecek ve tüm süreçte şirketin içinde çalışmalarını yürütecek bir ekip oluşturulmalıdır. Şirket KOBİ ölçeğinde bir işleme ise bu işleri kendileri adına yürütecek profesyonel bir danışman şirket ile birlikte planlamasında ve danışmanlık almasında fayda vardır, sonraki en önemli aşama aracılık faaliyetlerini yürütecek aracı kuruluşun seçimi ve sürecin resmi olarak başlamasıdır.

Çalışmanın bu bölümünde halka arzda ön hazırlıklara ait (1) aracı kuruluş ile yapılan aracılık sözleşmesi, (2) ana sözleşmenin tadili, (3) bağımsız denetçi raporu, (4) değerlendirme raporu ve (5) halka arz gelirinin kullanımı konuları işlenmektedir.

2.2.1. Aracı Kuruluş İle Yapılan Aracılık Sözleşmesi

Halka arza karar veren işletme öncelikle almış olduğu yönetim kurulu kararının ardından tüm halka arz sürecini yönetecek deneyimli bir aracı kurumla aracılık sözleşmesi veya yetki mektubu imzalar.

Halka arza karar veren işletme ile aracı kuruluş arasında yapılacak sözleşmenin içeriği alınacak hizmetlerin türü ve kapsamı ile ilgili olarak farklılıklar arz edebilir, uygulama örneği olarak incelenilen halka arza karar veren işletme olan Rumeli Ambalaj San. Tic. A.Ş. (kısaca Şirket olarak anılacaktır) ile halka arza aracılık hizmeti veren kuruluş olan Yön Yatırım A.Ş. (kısaca YNY olarak anılacaktır) arasında yapılan sözleşmede verilecek hizmetin kapsam ve unsurlarından ana başlıkları aşağıda yer almaktadır.

a) **Şirket'in İncelenmesi ve Değerlemesi:** Bu kapsamda şirketin sektörel, finansal, hukuki ve teknik analizleri yapılacak ve yaptırılması şirket'in ileriye dönük satışları, kâr marjları, yatırımları, vergileri ve benzeri parametrelerinin projeksiyonlarından oluşan değerlendirme modeli oluşturulması. Yukarıda bahsedilen çalışmalara paralel olarak YNY tarafından gerekli görülüp şirket tarafından da onaylandığı takdirde, şirket'in ortaklık yapısının, iştiraklerinin, organizasyonunun veya mali yapısının yeniden yapılandırılması sonucu konsolidasyonu ve denetimiyle ilgili danışmanlık hizmetleri doğrudan veya vergi, hukuk ve başka alanlarda uzmanlaşmış danışmanlık şirketleri ile koordineli olarak verilecektir.

Ayrıca şirketin geçmiş performansı kendi içinde ve sektöre göre olmak üzere irdelenmesi, yatırımcıya cazip gelecek yatırım tezinin ortaya çıkartılması, stratejileri belirginleştirilmesi ve bu tez ve stratejilere en uygun halka arzla ilgili YNY görüşü ortaya çıkartılmasını içerir. Bu görüş, şirket değerlendirme, halka arzın zamanlaması, yapısı, muhtemel hisse fiyatıyla ilgili konuları kapsayacaktır.

b) **Şirket Paylarının Halka Arz Edilmesi:** YNY şirketi tanıtmak amacıyla "Analist Sunumu" ve "Halka Arz Raporu" hazırlaması. YNY, şirket değerinin şirket tarafından yazılı olarak onaylanmasını müteakip halka arz sürecini başlatılmasını ve halka arz süreci boyunca SPK, İMKB, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ve Takasbank ile kurulması gereken ilişkileri koordine edecek ve gerektiği durumlarda ilişkilerin yürütülmesini sağlayacak, taleplerin yatırımcılardan toplanması ve daha sonra dağıtımının yapılmasının ardından YNY resmi kuruluşlar nezdinde satış sonrası yapılması gereken işlemleri yürütecektir.

c) **Komisyon ve Masraflar:** YNY, gerçekleşen halka arz büyüklüğü üzerinden her türlü fon, vergi, KDV, masraf vs. hariç olmak üzere ve 700,000 (yedi yüz bin) ABD Doları'ndan az olmamak kaydıyla, % 6.75 tutarındaki başarı komisyonuna hak kazanmış olacaktır. Şirket tarafından

denetim, hukuk ve ekspertiz konularında hizmet alınması durumunda söz konusu hizmetler ile ilgili olarak gerçek ve tüzel kişilerle yapılacak sözleşmeler YNY'nin danışmanlığında şirket tarafından yapılacak olup, söz konusu hizmetler ile ilgili masraflar şirket tarafından doğrudan karşılanacaktır.

Yurtiçinde YNY'nin koordinasyonunda ve denetiminde yürütülecek olan her türlü imaj geliştirme, halka arz, reklam ve halkla ilişkiler kampanyalarına ait masraflar şirket tarafından karşılanacaktır. Aracılık hizmetlerin gerçekleştirilmesi sırasında ortaya çıkabilecek tüm fon, vergi, KDV, resim, harç, damga vergisi vb. masraflar şirket tarafından ödenecektir.

- d) Gizlilik:** YNY, ilgili kanun ve tebliğlerin açıklama zorunluluğu getirdiği durumlar dışında, şirket tarafından kendisine verilen bilgi ve belgeleri kendisi dışında üçüncü şahıslara vermeden önce şirket'in yazılı onayını alacaktır.
- e) Yürürlük ve Süre:** YNY'nin çalışmaları, şirket'in aşağıdaki şekilde YNY'yi görevlendirmesi ile birlikte başlayacak ve bu görevlendirme tarihini takip eden bir yıl süreyle devam edecek ve anılan bir yıllık süre içinde bu yetki mektubu'nun hükümleri geçerliliğini sürdürecektir. Ayrıca bu hükümlerin yanında anlaşmanın fesih ile ilgili hükümleri karşılıklı hak ve yükümlülükler uygun olarak düzenlenir.

2.2.2. Ana Sözleşmenin Tadili

Halka arza karar veren işletme mevcut sözleşmesini ve SPK kanuna göre tadil edilen taslak sözleşmeyle beraber SPK'na başvurur. SPK'nun onayını takiben yapılacak olağanüstü genel kurul ile ilgili tadil tasarılarının yürürlüğe konulacağını ve bu değişikliklerden sonraki esas sözleşme ayrıca SPK'na gönderileceğini belirtir. Ana sözleşmede yer almayan konular hakkında, Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri uygulanır. Ana sözleşmede yapılacak her türlü değişikliklerin hüküm ifade etmesi ve uygulanması Sanayi ve Ticaret

Bakanlığı'nın ve SPK'nun iznine bağlıdır. Ana sözleşmedeki değişiklikler usulüne uygun olarak onaylandıktan sonra ve Ticaret siciline kayıt ettirildikten sonra ilan tarihinden itibaren yürürlüğe girer. Şirketin kapanması ve dağılması durumunda şirket, TTK'nin 434. maddesinde sayılan sebeplerle veya mahkeme kararı ile kapanabilir. Ayrıca şirket, hissedarlarının kararıyla da kapanabilir. Şirketin kapanması ve dağılması halinde, TTK hükümleri ve sermaye piyasası mevzuatı hükümleri uyarınca yürütülür.

2.2.3. Bağımsız Denetçi Raporu

Halka arza karar veren işletme yıllara ait gelir tablolarını, öz sermaye değişim tablolarını ve nakit akım tablolarını, önemli muhasebe politikalarının özetini ve dipnotlarını ilgili bağımsız denetim kuruluşu raporuyla birlikte İMKB'ye sunar.

a) Finansal Tablolara İlgili Olarak İşletme Yönetiminin Sorumluluğu:

Bağımsız denetim raporunda işletme yönetimi finansal tabloların SPK tarafından yayımlanan finansal raporlama standartlarına göre hazırlanması ve dürüst bir şekilde sunumundan sorumludur.

Bu sorumluluk, finansal tabloların hata ve hile ve usulsüzlükten kaynaklanan önemli yanlışlıklar içermeyecek biçimde hazırlanarak, gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasını sağlamak amacıyla gerekli iç kontrol sisteminin tasarlanmasını, uygulanmasını ve devam ettirilmesini, koşulların gerektirdiği muhasebe tahminlerinin yapılmasını ve uygun muhasebe politikalarının seçilmesini içermektedir.

b) Bağımsız Denetim Kuruluşunun Sorumluluğu:

Bağımsız denetim kuruluşunun sorumluluğu bağımsız denetime dayanarak bu finansal tablolar hakkında görüş bildirmektir. SPK tarafından belirlenen bağımsız denetim standartlarına göre etik ilkelere uyulmasını ve bağımsız denetimin, finansal tabloların gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtıp yansıtmadığı konusunda makul bir güvenceyi sağlamak üzere planlanarak yürütülmesini gerektirmektedir.

Bağımsız denetim, finansal tablolardaki tutarlar ve dipnotlar ile ilgili bağımsız denetim kanıtı toplamak amacıyla, bağımsız denetim tekniklerinin kullanılmasını içermektedir. Bağımsız denetim tekniklerinin seçimi, finansal tabloların hata, hile ve usulsüzlükten kaynaklanıp kaynaklanmadığı konusu da dahil olmak üzere önemli yanlışlık içerip içermediği konusunda risk değerlendirmesini de kapsayacak şekilde, mesleki öngörülere göre yapılır.

Bu risk değerlendirmesinde, işletmenin iç kontrol sistemi göz önünde bulundurulur. Ancak, amaç iç kontrol sisteminin etkinliği hakkında görüş vermek değil, bağımsız denetim tekniklerini koşullara uygun olarak tasarlamak amacıyla, işletme yönetimi tarafından hazırlanan finansal tablolar ile iç kontrol sistemi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır.

Bağımsız denetim, ayrıca işletme yönetimi tarafından benimsenen muhasebe politikaları ile yapılan önemli muhasebe değerlendirmeleri ve finansal tabloların bir bütün olarak sunumunun uygunluğunun değerlendirilmesini içermektedir. Bağımsız denetim kuruluşu yapmış olduğu değerlendirmelere dayanarak bir görüş bildirir. Bağımsız denetim raporunun içerisinde;

1. Şirket'in organizasyonu ve faaliyet konusu,
2. Mali tabloların sunumuna ilişkin esaslar,
3. Uygulanan değerlendirme ilkeleri,
4. Bilanço kalemleri yer almaktadır.

2.2.4. Değerleme Raporu

Halka arzı gerçekleştirecek olan yatırım şirketi tarafından halka arz tespit raporu İMKB'ye sunulur. Bu bağlamda halka arz tespit raporunda projeksiyon beklentileri ve değerlendirme raporu yer alır.

1. Projeksiyon ve Beklentiler: Projeksiyon beklentileri yedi başlıkta değerlendirilmektedir.

a) Üretim Kapasitesi: Mevcut sektörde şirketin yeri ve sektör beklentileri değerlendirmesiyle birlikte şirketin yeni yatırım planları ve bu yatırımları yaptıktan sonra hedeflenen kapasite oranları belirtilmiştir. Ayrıca mevcut kapasite kullanım oranları da referans olarak sunulmaktadır.

b) Satış Gelirleri: Şirketin planladığı yatırımlar sonucu hedeflenen gelir rakamları ve ortalama satış fiyatındaki beklenen artışlara değinilir.

c) Satılan Malın Maliyeti: Şirketin net satışları içerisinde satılan malın maliyeti belirtildikten sonra planlanan yatırımlarla beklenen maliyet düşüşleri belirtilir.

d) Faaliyet Giderleri: Mevcut faaliyet giderlerinden ve planlanan yatırımlarla beraber sağlanacak ölçek büyüklüğünün faaliyet giderleri üzerinde yaratacağı olumlu etki üzerinde durulur.

e) Yıpranma payı Giderleri: Yıllara göre gerçekleşen yıpranma payı giderleri belirtilir.

f) İşletme Sermayesi İhtiyacı: Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken belirtilen yıllarında gerçekleşmiş olan ticari alacakların net satışlara; stokların ve ticari borçların ise satışların maliyetine olan oranlarının ortalamaları dikkate alınır. Söz konusu oranlar projeksiyon dönemi boyunca ticari borç, ticari alacak ve stokların tahmin edilmesinde kullanılmıştır. İleriye dönük tahmini işletme sermayesi ihtiyacı belirlenir.

g) Hedeflenen Gelir Tablosu: İşletmenin gelir beklentilerinden oluşur.

2. Değerleme: Şirketle ilgili yapılan değerlemelerde genel olarak iki yöneme başvurulur. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer şirket yaklaşımı yöntemidir.

a) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi: Şirket'in ilerleyen dönemdeki yapmayı planladığı yatırımlar ile karlılık marjlarını artırmaya yönelik yatırımlarının şirketin ölçeğini ve gelir yaratma kapasitesini geçmiş dönemden oldukça farklılaştıracağı düşünülmektedir. Bu amaçla indirgenmiş nakit akımları analizi'nin şirket'in potansiyelini daha doğru olarak yansıttığı düşünülmektedir. Bu yöneme göre yapılan değerlendirme için esas alınmış olan varsayımlar değerlemede nakit akımları sermaye ve borç maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması olan ağırlıklı sermaye maliyeti ile bugünkü değere indirgenmektedir. İndirgeme oranı şirkete yatırılmış olan sermaye içindeki borç oranının değişimleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

b) Benzer Şirket Yaklaşımı: Şirketin İMKB'de faaliyet gösterdiği alanla işlem gören şirketler belirlenir ve bu şirketlerle ilgili olarak karşılaştırma yapılırken üç çarpan kullanılmaktadır. Bu çarpanlar FD/FVAÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarıdır. Benzer şirketlere göre yapılan değerlendirmede İMKB'deki benzer şirketlerin çarpanlarının ortalaması kullanılarak değerlendirme yapılır.

2.2.5. Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Halka arza karar veren şirket halka açılmanın gerekliliği, halka açılmadan beklenen sonuçlar, halka açılma maliyeti, halka açılmadan elde edilecek kaynağın kullanım yerleri gibi bilgileri içeren fizibilite etüdü çalışmasını SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığına gönderir. Bu bağlamda fizibilite etüdünde başlıca üç başlık altında toplanmaktadır:

a) Stratejiler: Şirketin sektör içindeki pazar payı ve mevcut pazar payını arttırmak için yapması gereken yatırımlar değerlendirilir.

- b) **Halka Arz:** Şirketin halka arz sonucu elde edeceği geliri nasıl kullanacağı anlatılır.
- c) **Mevcut Sektöre İlişkin Beklentiler:** Mevcut sektöre ilişkin geçmiş verilere dayanarak pazar beklentileri ve yapılacak yatırımların olumlu olabilecek katkılarından bahsedilir.

2.3. HALKA AÇILAN ŞİRKETLERDE KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Çalışmanın bu bölümünde değerlendirme teorisi ve yaklaşımları ile değerlemede kullanılan analizler ve yöntemler çalışılmıştır.

2.3.1. Değerleme Teorisine Genel Bakış

Değer; herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı olarak tanımlanmaktadır.¹⁸³ Başka bir ifadeyle değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır.¹⁸⁴

Değer kavramı iktisatta genellikle değişim değerini ifade etmektedir. Bir malın değişim değeri, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer mal veya para birimidir. Değer, malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesi olmak üzere iki faktöre bağlıdır. Bir mal arzu edildiği takdirde bir değeri vardır. Mal bollastıkça veya arzu edilebilirliği azaldıkça değeri düşecektir. Bu nedenle, kıtlık derecesi değeri etkileyen önemli bir faktördür. Örneğin, bir mal hem arzu edilir hem de kıt ise, bu mal yüksek değişim değerine sahip olacaktır.¹⁸⁵ Değerleme faaliyetleri bir varlığın değerinin belirlenmesine yöneliktir. Değerlemenin amaçlarından birisi

¹⁸³ Müfit Akyüz ve Nesrin Ertel, **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, Dünya Yayınları, İstanbul, 1990, s. 64-65.

¹⁸⁴ William L. Gage, **Değer Analizi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları No. 44, Ankara, 1969, s. 15.

¹⁸⁵ Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s. 141.

gelecekteki beklentileri güçlü olan sektörlerdeki en iyi şirketleri belirlemek olabilir. Değerlemeyi gerektiren nedenleri beş başlık altında toplanabilir:¹⁸⁶

1. Şirket birleşme ve devralmalarında,
2. Şirket satın almalarında,
3. Şirket hisselerinin halka arzında,
4. Hisse senedi değerlemelerinde,
5. Stratejik kararların alınması ve planlamada.

Değer konusunda tarih boyunca çeşitli görüşler ifade edilmiştir. Bu görüşler aşağıda üç başlık altında toplanarak işlenmiştir.

2.3.1.1. Genel Kullanım Teorisi

Bu teoride malın değeri onun kullanımına bağlıdır. Ferninando Galiani ve Adam Smith bu görüşü destekleyen düşünürlerdir. Adam Smith değer kavramını ikiye ayırmıştır; kullanma değeri ve değişim değeri. Kullanım değeri çok yüksek olan bir malın değişim değeri sıfır olabileceği gibi, kullanım değeri çok düşük olan bir malın değişim değeri ise çok yüksek olabilir. Örneğin, elmasın değişim değeri çok yüksek, kullanım değeri ise çok düşüktür. Suyun ise kullanım değeri yüksek ama değişim değeri düşüktür.

2.3.1.2. Emek Değer Teorisi

Bu teoriye göre değer, emek cinsinden üretim maliyetine bağlıdır. Karl Marx ve Ricardo bu görüşü savunan iktisatçılardır. Merkantilist iktisatçılardan William Petty, servetlerin babası olarak emeği, anası olarak da toprağı tanımak gerektiğini söylemiştir. John Locke ise, suyun faydalı olmasına rağmen kıymetinin

¹⁸⁶ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2005, s. 6-8.

az, elmasın faydasının az olmasına rağmen kıymetinin büyük olduğunu, bu nedenle faydanın değere esas olamayacağını söylemiştir.¹⁸⁷

David Ricardo, üretim miktarının ihtiyaca ve talebe göre ayarlanabileceği mallarda, değerini temelini emeğin oluşturduğunu, emeğin malın doğal fiyatı olduğunu ve piyasa fiyatının ise, doğal fiyat etrafında dalgalandığını savunmuştur. Karl Marx ise, değerini bir malı üretmek için harcanan emek olduğunu söylemiştir.

Emek fiyatının aynı kalmasına rağmen piyasa fiyatının dalgalanmasını normal koşullardan sapma olarak yorumlayan Marx, işçinin emeği vasıtasıyla oluşturduğu değer ile aldığı ücret arasındaki farkın sermaye sahibine kaldığını ve sermayenin birikmiş emek olduğunu ifade etmektedir.

2.3.1.3. Marjinal Fayda Teorisi

Bu teoriye göre, arz ve talepteki küçük artışların marjinal faydası değişim edilen malların değerini belirler. H. H. Gossen, W.S. Jevons ve Alfred Marshall bu görüşü paylaştığı gözlemlenmektedir. Marshall fayda ile maliyetin birlikte değeri oluşturduğundan söz etmektedir.

Değerini psikolojik değer yargısına dayanan bir eylem olduğunu ifade eden sosyal bilimciler son zamanlarda daha fazla taraftar bulmaktadır. İnsanların ve toplumların psikolojileri, sosyo-kültürel değer yargıları, insanların tercihleri de değeri etkileyen faktörler olarak görülmektedir.

Bir varlığın değerini tespit edilmesi ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerini para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine-teçhizat, mal stoku vb. şeklindeki toplam aktiflerinin değerini takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir.¹⁸⁸ Başka bir ifadeyle değerlendirme, bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak,

¹⁸⁷ Yılmaz Akyüz, **Emek-Değer Teorisi ve Nitrelikli İşgücü Sorunu**, Ankara Üniversitesi Basımevi, Ankara, 1980, s. 11-12.

¹⁸⁸ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s. 142.

bir şeyin kıymetini belirlemek amacıyla, söz konusu nesnenin özellikleri hakkında bir görüş bildirmektir.¹⁸⁹

Değerin nesnel ve öznel iki yönü bulunmaktadır. Öznel değer, kişilere ve arzulara göre belirlenen değerdir. Örneğin, yatırımcının piyasada tekel olmak için rakip şirkete normalin üzerinde değer biçmesi öznel bir karardır. Nesnel değer ise, mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir.¹⁹⁰

Şirket değerlemesinin amacı, şirketin uygun ve makul piyasa değerinin belirlenmesidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada belirledikleri alım-satım değeridir.¹⁹¹

Değerleme için genel kabul görmüş formüllerin olmaması, öznel değerlendirme yapılmasına neden olabilmektedir. Şirket değerinin zamana ve mekana göre değişmesinin yanında, değerlendirme amaçlarının ve şirketlerin özelliklerinin birbirinden farklı olması değerlemeyi karmaşıktırmakta ve zorlaştırmaktadır.

Bundan dolayı şirket ile ilgili bir değer belirlenmesinde farklı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Değerleme yapılırken, amaç iyi belirlenmelidir. Hisse senedi değer tanımlamaları, hisse senedi verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümler ve analizlerle ele alınan tanımlardır. Şirket değerini etkileyen başlıca faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁹²

1. Şirketin faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu,
2. Şirketin faaliyette bulunduğu sektöre giriş koşulları,
3. Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,

¹⁸⁹ Gage, a.g.e., s. 15.

¹⁹⁰ Ahmet Mithat Cesur, **Özelleştirme ve Firma Değerlemesi**, Özelleştirme İdaresi Proje Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, 1993, s. 56.

¹⁹¹ Cornell Bradford, **Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making**, Business One Irwin Yayınevi, New York, 1993, s. 7.

¹⁹² Kuddusi Yazıcı, **Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri**, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi Başkanlığı, Ankara, Ağustos 1997, s. 5.

4. Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
5. Şirketin büyüklüğü,
6. Şirketin faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
7. Araştırma geliştirme faaliyetleri,
8. Kullanılan teknoloji,
9. Şirketin şerefîyesi,
10. Şirketin kuruluş yeri,
11. Şirketin geçmişi,
12. Şirketin sermaye yapısı sermayede kamu ve özel sektör payları,
13. Şirketin likidite durumu,
14. Şirketin dikey bütünleşme derecesi,
15. Şirketin geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
16. Şirketin geçmişteki kar payı politikası ve kar payı dağıtılabilme kapasitesi,
17. Şirketin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı, yatırımların ekonomik ömrü, hurda değeri ve maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı,
18. Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
19. Şirketin gerçekleştireceği yatırım projeleri,
20. Hammadde fiyatlarının yükselme olasılığı,
21. Tekel haklarının gelecekteki durumudur.

Sayılan faktörler şirketin karlılığını ve risk derecesini etkileyerek şirketin piyasa değerini belirlemektedir. Bu faktörlerin analiz ve değerlendirilmesinde, değerlendirme uzmanının tecrübe ve becerisi de varılan sonuçta etkili olacaktır. Değerlemede teorik bilgi yanında tecrübenin de önemi büyüktür.

Teorisyenler tecrübeyi bir kenara bırakmakta, uygulayıcılar ise teoriyi ilgisiz ve felsefi şeyler olarak görmektedirler.¹⁹³ Başarılı bir değerlendirme için tecrübe ile teorinin bir bileşiminin oluşturulması gerekmektedir. Değerlemeden sonraki aşamanın konusu olan fiyat ise, bir mal veya hizmetin para ile ifadesidir. Mal ve hizmetlerin bir birimi ile değiştirilebilen para, mal veya üretim faktörü miktarı olarak belirtilebilir.

Modern piyasa ekonomilerinde ise, fiyatlar para ile ifade edilmektedir.¹⁹⁴ Mal ve hizmetlerin fiyatı tam rekabetçi piyasalarda arz ve talebe göre belirlenirken, planlı ekonomilerde merkezi bir idare tarafından belirlenmektedir. Fiyatlandırma, belirli bir zamanda mal ve hizmetlerin piyasadaki değerinin para ile ifade edilmesi yani tahminidir. Tam rekabetçi bir piyasada fiyat ile değer örtüşecektir.¹⁹⁵ Ancak, değer ile fiyatın örtüşmediği durumlar da bulunmaktadır. Fiyatın değerden farklı olmasının nedenleri aşağıda sıralanmıştır:¹⁹⁶

1. Eksik bilgi ve ekonomideki risk,
2. Satışta pazarlığın olmaması,
3. Şirketin ünü ve büyüklüğü,
4. Çeşitli devlet politikaları ve sınırlamaları; Alıcının piyasada tekel konumuna geçmek veya piyasada başat hale gelmek istemesi nedeniyle şirkete değerinden fazla bir fiyat biçmesi,

¹⁹³ Cornell Bradford, **Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making**, Business One Irwin Yayınevi, New York, 1993, s. 5-7.

¹⁹⁴ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s. 267.

¹⁹⁵ Cesur, **a.g.e.**, s. 58.

¹⁹⁶ Curtis H. Stanley, "Cost-Basis Valuations in Transactions Between Entities", **The Accounting Review**, July 1964, Cilt: 39, Sayı: 3, s. 639-647.

5. Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel farklılıklar ve bu faktörlerin durumu.¹⁹⁷

Bir diğer yönden, şirket yanlış değerlendirildiği için düşük veya yüksek fiyatlanmış olabileceği gibi, doğru değerlendirilmesine karşılık yanlış fiyatlanmış da olabilir. Halka arzı gerçekleştirilen şirket hem doğru değerlendirilmiş, hem de doğru fiyatlanmış olmasına rağmen, yanlış zamanda halka arz edilmiş olabilir. Örneğin, endeksin düşme eğiliminde olduğu bir zamanda hisse senedi halka arz edilmiş ise, hisse senedinin piyasa fiyatının arz fiyatının altında olması, o hisse senedinin yüksek değerlendirildiği veya fiyatlandırıldığı anlamına gelmez. Talebin yoğun olduğu dönemde arz edilen hisse senedi piyasa fiyatının arz fiyatının çok üzerinde olması, o hisse senedinin düşük değerlendirildiği veya fiyatlandırıldığı anlamına da gelmemelidir.

2.3.2. Değerleme Yaklaşımları

Değerleme yöntemleri çeşitli yaklaşımlar kullanılarak oluşturulmaktadır. Bu yaklaşımlar; maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımlarıdır. Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemler bu yaklaşımların biri veya birkaçının bileşiminden oluşmaktadır. Birbirini tamamlayan bu yaklaşımlar aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

2.3.2.1. Maliyet Yaklaşımı

Bir varlığın değeri; söz konusu varlığın mal veya hizmet üretme kapasitesinin yenilenmesi için gerekli olan bedele eşittir. Maliyet yaklaşımında, değeri tespit edilecek varlığın yenileme değeri ya da yeniden yapma değerinin belirlenmesinden sonra varlığın fiziki, ekonomik ve fonksiyonel olarak kaybettiği değeri ölçülmektedir.

Herhangi bir şirketin geçmişte elde ettiği gelirleri gelecekte elde edeceğinin garantisi bulunmamaktadır. Bu nedenle önemli olan şirketin varlıklarının değeridir. Yatırımcı açısından değerlendirildiğinde, geçmişte çeşitli nedenlerle kar etmiş bir

¹⁹⁷ Charles Vuylsteke, **Techniques of Privatization of State Owned Enterprises, Methods and Implementation: Volume I**, The World Bank, Washington, D.C., 1989, s. 115.

şirketin karından ziyade, şirketin varlıklarının maliyet değeri veya piyasa değeri önemlidir. Maliyet yaklaşımı yüksek uzmanlık gerektiren konularda ve duran varlıkları yüksek olan şirketler için elverişli bir yöntemdir. Örneğin, dökümhane, rezervuar, çelik fabrikası, kömür madeni gereçleri, nükleer reaktör ve elektrik tesisleri için kullanışlı bir yöntem olarak kabul edilmektedir.¹⁹⁸

2.3.2.2. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımında, söz konusu varlığın gelir üretme kapasitesi dikkate alınmaktadır. Varlıklar, gelir elde ettikleri sürece bir değer ifade edecekleri için, şirketin gelecekte elde edeceği nakit girişlerinin önemli bir faktör olduğu ve şirketin değerini bu potansiyel nakit girişlerinin oluşturduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşımda değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir.

Şirketin varlık değerinden çok, gelir getirici faaliyetleriyle ilgilenen yatırımcılar için bu yaklaşım önemlidir. Bu yaklaşımın değer tespitinde dikkate alınması gereken üç bileşeni; gelirlerin miktarı, gelirlerin gerçekleşme süresi ve tahmin edilen gelirin gerçekleşme olasılığıdır. Şirketler için sözleşmeler, lisans ve marka anlaşmaları, patent, ticari marka ve özel hakları ile ayrıcalıkların değerlendirilmesinde kullanışlı bir yöntem olarak kabul edilmektedir. Gelir yaklaşımı, özellikle düşük duran varlığa sahip buna karşın yüksek entellektüel sermaye getirisi olan şirketler için uygun bir yaklaşımdır.

2.3.2.3. Piyasa Yaklaşımı

Piyasadaki yatırımcıların varlık için biçtikleri değer varlığın değerini oluşturur. Bunun içinde işleyen bir piyasanın ve varlıkların değişiminin yapılması gereklidir. Değerlemeye tabi tutulacak varlığın benzerlerinin piyasa fiyatı söz konusu ise, piyasa yaklaşımı iyi bir gösterge teşkil edecektir. Bu yaklaşım, yatırım ortaklıklarının, özellikle aynı veya benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin örneğin otomotiv fabrikaları, tekstil, turizm otel, enerji, bankalar, beyaz eşya gibi

¹⁹⁸ Cesur, **a.g.e.**, s. 65.

faaliyet alanları birebir örtüşen şirketlerin arasında yapılan rasyo analizleri ile değerlemede uygun bir yaklaşım olarak görülmektedir.

2.3.3. Şirket Değerlemede Kullanılan Analizler

Şirket değerlemede aşağıda başlıklar halinde işlenmiş olan; teknik analiz, temel analiz ve modern yaklaşım olmak üzere üç kuramsal model kullanılmaktadır:

2.3.3.1. Teknik Analiz

Teknik analiz, sermaye piyasasındaki fiyatların kendi içinde önceden izlenebilecek bir trende sahip olduğunu varsayar. Bir başka ifadeyle geçmişin kendini tekrarlayacağı varsayılmaktadır. Hisse senetlerinin geçmişteki fiyat hareketlerini izleyen bir kimse, fiyatların gelecekte nasıl gelişeceğini tahmin edebilecektir.¹⁹⁹

Bu analizde kar payı gelirlerinin, şirket risk oranının ve hisse senedi verim oranının tahmininin herhangi bir önemi bulunmamaktadır.

Şirketin geçmiş hisse senedi fiyatlarının grafiğini esas alan teknik analiz kullanılarak, hisse senetleri ilk defa halka arz edilen şirketlerde teknik analiz yapılması mümkün görülmemektedir. Çünkü bu yöntem, sadece hisseleri borsada işlem gören kuruluşlar için uygulanabilen bir yöntemdir.

2.3.3.2. Temel Analiz

Bu analizde, değerlemeye tabi tutulan şirketin gerçek değeri, cari durumdaki ve gelecekteki ekonomik şartlar dikkate alınarak yapılan değer tespitine dayanır. Bir şirketin hisse senetlerini etkileyen birinci faktör, şirketin içinde bulunduğu genel ekonomidir. Şirketler içinde buldukları ekonominin dalgalanmalarından kendilerini soyutlayamayacaklarına göre, ekonomiden hangi yönde ve ne derecede etkileneceklerinin incelenmesi gerekmektedir. Şirketin hisse senetlerini etkileyen ikinci faktör ise, şirketin faaliyette bulunduğu sektördür.

¹⁹⁹ MEGEP, **Şirket Analizi Yapmak- Muhasebe ve Finansman**, T.C. Millî Eğitim Bakanlığı, Meslekî Eğitim Ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi (MEGEP), Ankara, 2007, s. 17.

2.3.3.3. Modern Yaklaşımlar

Bu yaklaşımlar kendi aralarında üç grupta toplanırlar:

1. Ekonominin Analizi: Bir şirketin başarısı içinde bulunduğu ekonomiye sıkı sıkıya bağlı bulunmaktadır. Ekonomideki gelişme ve daralma, işletmenin stok politikasını, fiyat politikasını, yatırımlarını, borç alacak yönetimini ve kar payı politikalarını etkileyecektir. Ayrıca, bu etkileşimde ülkenin ekonomik durumu yanında dünya ekonomik durumu da etkilidir. Ekonomi durgunluk içinde bulunuyorsa şirketin faaliyetlerinde de bir durgunluk yaşanacak ve şirket değerinde bir azalma kaydedilecektir. Bu nedenle ekonominin analizi yatırımcı açısından büyük önem arz etmektedir. Ekonominin analizinde, genel ekonomideki ve şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki gelişmeler, vergi oranlarındaki gelişmeler, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler analiz edilerek, ekonominin genişleme veya daralma dönemlerinden hangisine doğru gittiği belirlenerek, bunların şirket faaliyetleri üzerinde yapacağı etkiler araştırılır.

2. Sektör Analizi: Analiz edilmek istenen şirketin hangi sektör içinde yer aldığı ve genel ekonomik durumdan hangi oranda etkilendiği sektör analizi ile belirlenir.²⁰⁰

Ekonomik durumdan etkilenmeyen ya da çok az etkilenen sektörler savunmacı sektörler, ekonomik durumdan paralel şekilde etkilenen sektörler de dönemsel sektörler olarak ifade edilmektedir. Özellikle teknolojik gelişme ve yeni buluşların yoğun olduğu sektörler ekonomik durumdan etkilenmeksizin büyümesini sürdüren sektörlerdir. Menkul kıymet seçimlerinde yatırımcılar büyüyen ve gelişen sektörleri seçmeye gayret göstermektedirler. Sektör analizinde aşağıda sayılan faktörler göz önüne alınmalıdır:

²⁰⁰ TSPAKB, **Analiz Yöntemleri**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İleri Düzey Lisansı Eğitimi, İstanbul, Şubat 2009, s. 18-19.

- Geçmiş dönemlerdeki satış geliri ve karlar,
- Sektör ürünlerine olan talep ve kullanılan teknolojinin sürekliliği,
- Sektör içindeki rekabet şartları,
- Piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı,
- Emek yoğun ya da sermaye yoğun teknolojilerin kullanılma durumlarına göre sektörde vasıflı-vasıfsız işgücünün mevcudu ve potansiyeli,
- Sektörde teşvik edici ve koruyucu devlet politikaları,
- Sektörde faaliyette bulunan kuruluşların hisse senetlerinin piyasa fiyatının, sektörün genel kazanç oranı ile karşılaştırılması,
- Satışların mevsimlik hareketlerden etkilenmesi,
- Sektörün içinde bulunduğu dönem,
- Coğrafi, kültürel avantaj ve dezavantajları.

Aynı sektörde bulunan, benzer özelliklere sahip kuruluşlar olaylardan benzer şekilde etkileneceklerdir. Bu nedenle, karşılaştırma yapılırken aynı sektördeki benzer şirketler karşılaştırılmalıdır.

3. Şirket Analizi: Genel ekonomik durum ve sektör incelendikten ve karşılıklı ilişkiler analiz edildikten sonra, şirket değerlemesinde araştırılması gereken konu sıra başlıkları aşağıdaki gibi sıralanabilir:²⁰¹

- Şirket karının ve zararlarının incelenmesi; şirketin elde ettiği karlar, enflasyon ve muhasebe kayıtlarındaki yetersizlikler dikkate alınarak düzeltilmelidir.

²⁰¹ MEGEP, a.g.e., s. 22.

- Şirketin elde ettiği toplam kar ve nakit girişlerinden oluşan fonun ne derece etkin değerlendirildiği incelenmelidir. Fonun kullanım şekli gelecekte elde edilecek kar payı gelirleri üzerinde önemli rol oynayacaktır.
- Şirketin finansman durumunun ve çalışma etkinliğinin incelenmesi; şirketin finansman durumunun incelenmesi özellikle finansman riskinin belirlenmesi açısından önemlidir.
- Şirketin patent, ayrıcalık, müşteri portföyü, marka değeri, pazar payı, vb. oluşan entelektüel sermayeye ve bunların toplam değerleri incelenmelidir.
- Kar payı dağıtım politikası incelenmelidir.
- Yönetim kadrosunun incelenmeli, idarecilerin mesleki kariyerleri, geçmişteki başarıları, risk alma ve şirket yönetimini ellerinde tutma istekleri gibi unsurlar araştırılmalıdır.
- Şirketin hukuki durumu, yasal hükümler ve borç vereceklerin davranışları incelenmelidir.

Şirket analizi yapılırken, şirketlerin hayat evresinin hangi döneminde olduklarının dikkate alınması da önemlidir. Şirketlerin dört hayat evresi bulunur bunlar başlangıç, büyüme, olgunluk ve düşüş dönemleridir. Şirketlerin hangi hayat evresinde olduğu şirketten beklenen büyüme oranlarının tespit edilmesinde ve değerlendirme sırasında dikkate alınması gereken önemli unsurlardandır.

2.3.4. Şirket Değerleme Yöntemleri

Maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımlarının çeşitli bileşimlerinden oluşan değerlendirme yöntemlerinden, değerlemenin amacı ve kapsamına uygun ve güvenilir olanı şirket değerlendirmesi için kullanılacaktır. Değerlendirmede mümkün olduğunca çok yöntem kullanılarak değerlendirme hatası en aza indirilmeli ve varlığın gerçek değerine ulaşılmaya çalışılmalıdır.

Ekonomik değerlendirme; değerlendirme faaliyetlerinin, Şirketin karlılık dőzeyi dikkate alınarak yapılmasıdır. Ekonomik değerleme, ticari karlılık ve toplumsal karlılık olarak iki aşamada analiz edilebilir. Özel kişi ve kuruluşlar işin yapılan değerlemede ticari karlılık analizi, kamu adına yapılan değerlendirmelerde ise ticari ve toplumsal karlılık analizi birlikte yapılacaktır. Bu nedenle, halka arz edilecek Şirketlerin değerlemesinde, hem ticari hem toplumsal karlılık analizinin yapılması gerekmektedir. Şirket değerleme raporu hazırlanırken gőzetilen amaÇlar tőm bu bilimsel yöntemlerin aslında halka arz eden ve edilen Şirketlerin beklentilerine göre Őekillendirilebileceęi subjektif bir yapıya da işaret edebilmektedir.

Değerlemede kullanılan yöntemler olarak ŐalıŐmanın bu bőlőmőnde ele alınan yöntemler aşağıda sıralanmaktadır:

1. Ticari Karlılık Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
3. Kar Payı Verimi Yöntemi
4. Fiyat/KazanÇ Oranı Yöntemi
5. Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı Yöntemi
6. Fiyatın Nakit Akımına Oranı Yöntemi
7. Defter Değeri
8. Net Aktif Değer
9. Tasfiye Değeri
10. Yeniden Yapma Değeri
11. Emsal Değer

12. İşleyen Teşebbüs Değeri
13. Net Gelir Yaklaşımı
14. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
15. Geleneksel Yaklaşım
16. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Yukarıda sayılan şirket değerlendirme yöntemleri aşağıda alt başlıklar halinde çalışılmıştır.

2.3.4.1. Ticari Karlılık Analizi

Ticari karlılık analizinde kullanılan şirket değerlendirme yöntemleri üç ana gruba ayrılarak aşağıdakiler gibi sayılabilir.²⁰²

- a) **İndirim edilmiş nakit akımına dayalı değerlendirme yöntemi;** şirket değerinin şirketin gelecekteki nakit akımları ile sermayesinin seçenек maliyeti göz önünde bulundurularak hesaplanmasıdır.
- b) **Kazanca dayalı değerlendirme yöntemi;** şirketin bir işletme olarak faaliyetine devam etmesi, gelecek yıllarda pozitif nakit girdileri sağlaması dikkate alınarak değer tespitinin yapılmasıdır. Bu yaklaşımda kullanılan yöntemler; fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, kar payı verimi yöntemi ve benzer şirket değerlemeleridir.
- c) **Varlığa dayalı değerlendirme yöntemi;** faaliyet değeri düşük veya faaliyet değeri olmayan fakat varlık değeri olan şirketler için yapılan değer tespit yöntemidir. Burada kullanılan yöntemler; net aktif değeri ve ayıklama değeridir.

²⁰² Hasan Süel, “Şirket Değerlemesi”, **İktisat İşletme ve Finans**, Aralık 1995, Cilt: 10, Sayı: 117, s. 52-56.

Yukarıdaki üç yöntemden türetilmiş ticari karlılığı ölçmede kullanılan değerlendirme yöntemlerinden en çok kullanılan indirgenmiş nakit akımları yöntemi, kar payı verimi yöntemi, fiyat/kazanç oranı yöntemi, net aktif değer yöntemi ayrıntılı olarak, diğer yöntemler ise kısaca incelenmektedir:

2.3.4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (*Net Present Value-NPW*) Fisher (1930) tarafından ortaya konmuştur. Bu yöntemde göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunacaktır.²⁰³ İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA), belli bir indirim oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır.²⁰⁴ İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de şirket değeri bulunur. Buna göre;

$$\text{İNA} = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

Kullanılan semboller:

A_t : t'inci yıldaki net nakit akımı,

n: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre,

i: İndirim oranını ifade etmektedir.

Çeşitli varsayımlara göre İNA'nın hesaplanma biçimleri aşağıdaki gibidir:

²⁰³ Chambers, **Firma Değerlemesi, a.g.e.**, s. 213.

²⁰⁴ Berna Taner ve G. Cenk Akkaya, "İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama", **Ege Academic Review**, Ocak-Temmuz 2003, Cilt 3, Sayı 1-2, s. 1-7.

1. Nakit akımlarının belli bir oranda büyüdüğü varsayıldığında;

$$\dot{INA} = \frac{A_0(1+g)^1}{(1+i)^1} + \frac{A_0(1+g)^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_0(1+g)^\infty}{(1+i)^\infty} = \frac{A_0}{i-g} \text{ olacaktır.}$$

Kullanılan semboller:

A_0 : Başlangıç nakit akımı,

g : Nakit akımları büyüme oranı.

2. Nakit akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara aktarıldığında;

$$\dot{INA} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t \left(1 - \frac{g}{r}\right)}{i-g} \text{ olacaktır.}$$

Kullanılan semboller:

r : Yeni yatırımların getiri oranı.

g : Nakit akımları büyüme oranı.

3. Enflasyonist ortamlarda İNA yönteminde nakit akımları, yazılı olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan indirim oranı ile bugünkü değere indirgenecek ve İNA aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır;

$$INA = \sum_{t=1}^n \frac{((G_t(1+ad)^t - I_t(1+bd)^t - I_t(1+cd)^t - D_{et}(1+ed)^t - F_t)) \cdot (1-v) + D_{et}(1+ed)^t}{(1+i)^t + (1+d)^t}$$

Kullanılan semboller:

G : Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık gelir,

\mathcal{C} : Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık giderler,

I : Yatırım tutarı,

D_e : Yıllık yıpranma tutarı,

- F: Faiz miktarı,
v: Vergi oranı,
n: Nakit akımları için kullanılan tahmin süresi,
i: Reel indirim oranı,
d: Tahmin edilen enflasyon oranı,
a: Enflasyonun para girişlerine yansımaya oranı,
b: Enflasyonun yatırımlara yansımaya oranı,
c: Enflasyonun para çıkışlarına yansımaya oranı,
e: Enflasyonun yıpranma paylarına yansımaya oranı.

Yıpranma payları yeniden değerlendirme oranı kadar artırıldığı için yıpranma paylarında enflasyondan etkilendiği, faizlerin ise önceden belirlendiği için enflasyondan etkilenmediği varsayımı yapılmıştır.

4. Nakit akımları tahmininde risk faktörü dikkate alındığında, İNA iki şekilde hesaplanabilecektir; indirgenmiş nakit akımlarının hesaplanmasında, net para girişleri ile net nakit çıkışlarında risk faktörü dikkate alınarak düzeltme yapılabilir, indirim oranı için riski içeren bir oran tespit edilebilir.

$$İNA = \sum_{t=0}^n \frac{\alpha_t A_t}{(1+i_f)^t}$$

Kullanılan semboller:

α_t : Yatırımın t döneminde sağlayacağı net para girişinin düzeltme katsayısı,

i_f : Risk hariç indirim oranı.

α_t 'nin değeri aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır:

$\alpha = \text{Kesin Olarak Sağlanacak Net Nakit Girişi} / \text{Beklenen Net Nakit Girişi}$

α_t 'nın değeri riskle ters orantılı olarak 0 ile +1 arasında olacaktır. Yani risk yükseldikçe α_t 'nın değeri düşecektir.

Benzetim tekniği ile de riskli projeler değerlendirilebilir. Benzetim deneysel nitelikli matematiksel model tekniği olarak, sistemlerin davranışını inceleme ve tanımlama, sistemdeki değişimlerin etkilerini belirleme ve böylece gelecekteki davranışları tahmin etme amacı taşıyan deneysel ve uygulamalı bir yöntemdir.²⁰⁵

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi hesaplanırken aşağıdaki sıralama izlenir;

1. Varlıkların ve yükümlülüklerin ayrımı yapılır, unsurlar tanımlanır, (gelirler, yatırımlar, yıpranma payları, vergiler, işletme sermayesi, diğer varlıklardaki artışlar/azalışlar)
2. Geçmiş yıllar nakit akımları incelenir,
3. Nakit akımlarını etkileyen kalemlerin tahmini yapılır,
4. Genel varsayımlar ve çeşitli senaryoların varsayımları belirlenir,
5. Nakit akımları tahmin edilir,
6. İndirim oranı tahmin edilir,
7. Artık değer bulunur,
8. İndirgenmiş nakit akımları ile kullanılmayan fazla arsa/arazi ve stokların değeri toplanır, bu toplamdan borçların bugünkü değeri çıkarılarak şirket değerine ulaşılır,
9. Sonuçlar analiz edilir.

²⁰⁵ Ali Bayrakdaroğlu ve İlhan Ege, “Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Riski Dikkate Alan Yaklaşımların Uygulanabilirliğinin Analizi: Kayseri İli İmalat Sanayinde Bir Uygulama”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Ekim 2006, 1 (2), s. 88-89.

Nakit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde şirketin değerini belirleyen değişkenler üç ana başlık altında toplanır (1) Nakit akımları, (2) Nakit akımları tahmin süresi ve (3) İndirim oranı.

1. Nakit Akımları: Nakit akımlarının tahmin edilmesi İNA yönteminin en önemli bölümünü oluşturur. İNA yönteminde önce nakit akımları tahmin edilir. Nakit akımları özetle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

Vergi ve faiz öncesi kar (+)

Yıpranma payları (+)

Vergi ödemesi (-)

Kar payı ödemesi (-)

Orta/uzun vadeli kredi itfası (-)

Nakit artışı(azalışı) (-)

Ticari alacaklar artışı (azalışı) (-)

Diğer alacaklar artışı (azalışı) (-)

Stoklar artışı (azalışı) (-)

Diğer cari aktif artışı (azalışı) (-)

Kısa vadeli kredi artışı (azalışı) (+)

Ticari borçlar artışı (azalışı) (+)

Diğer borçlar artışı (azalışı) (+)

Diğer cari pasif artışı (azalışı) (+)

İşletme sermayesi ihtiyacı (-)

Yatırımlar (-)

Kapasite artırıcı yatırımlar (-)

İdame/yenileme yatırımları (-)

Orta/uzun vadeli kredi (+)

Kıdem tazminatı karşılığı (+)

Nakit sermaye artırımı (+)

=NAKİT AKIMLARI

Net nakit akımı (A_t) ise şu formül ile gösterilebilir:

$$A_t = (G - I - \dot{C} - F - D_e)(1 - v) + D_e$$

Kullanılan semboller:

G: Hurda değer son yıla gelir kaydedilmek üzere gelirler,

I: Yatırım tutarı,

Ç: Yıpranma payı ve faiz hariç işletme giderleri,

F: Faiz,

De: Yıpranma payları,

v: Kurumlar vergisi oranı.

2. Nakit Akımları Tahmin Süresi: Nakit akımları tahmin süresinin (n) seçiminde, önce, gelecek kaç yılın nakit akımlarının tahmin edileceğine karar verilmelidir. Bu süre, sektörün özellikleri dikkate alınarak beş yıldan az olmamalıdır.

Ama sektörde devresel dönemler varsa, tahmin dönemi bütün devrevi dönemi kapsamalıdır.²⁰⁶ Bu sürenin tespitinde; birinci faktör, şirketin dengeye ulaştığı olgunlaşma yılının tespit edilmesi, ikinci faktör ise, bu sürenin değerlendirme hatasına yol açmayacak kadar uzun olmasıdır.²⁰⁷

3. İndirim Oranı: İndirim oranı; proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti ya da yatırımcıların projeden beklediği asgari karlılık oranıdır. Bu yöntemde, kullanılan indirim oranının belirlenmesi önemli ve sorunlu bir husustur. İndirim oranı, Menkul Varlık Fiyatlama Modeli yöntemi veya Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak tespit edilebilir.

Bu yöntemlerin kullanılmasında bazı kısıtlamalar olduğundan, indirim oranının tespiti; ülkedeki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, ortakların veya potansiyel ortakların şirketten bekledikleri en düşük kar

²⁰⁶ Tom Comeland, Tim Koller ve Jack Murrin., **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, 10. Basım McKinsey and Co., Inc., New York, 1994, s. 139.

²⁰⁷ C. Ehrhardt Michael, **The Search for Value, Measuring The Company's Cost of Capital**, Harvard Business School Press, Financial Management Association Survey and Synthesis Series, Boston, 1994, s. 145.

oranı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti dikkate alınarak yapılmalıdır.

İndirim oranı, kullanılan bütün kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetinden oluşur.

Ortalama sermaye maliyeti:

$$i = i_d (1-v) W_d + i_p \times W_p + i_s \times W_s$$

Kullanılan semboller:

i_d : Borçlanma maliyeti oranı (borç faiz oranı),

v : Vergi oranı,

W_d : Borçlanmanın sermaye içindeki oranı,

i_p : Ayrıcalıklı maliyeti oranı,

W_p : Ayrıcalıklı hisse senedinin sermaye içindeki oranı,

i_s : Adi hisse senedi maliyeti,

W_s : Adi hisse senedinin sermaye içindeki oranı.

Reel indirim oranı, $i = (1+i_n)/(1+p) - 1$

Kullanılan semboller:

i_n : Yazılı indirim oranı,

p : Ortalama fiyat artış oranı.

Yazılı indirim oranı ise, $i_n = i + p + ip$ şeklinde hesaplanacaktır.

a) Menkul Varlık Fiyatlandırma Modeli: Menkul varlık fiyatlandırma modeli, sistematik risk ile getiri arasındaki ilişkiyi rekabetçi bir sermaye piyasasında inceleyen bir modeldir. Şirket hisse senetlerinin pazar değerinin belirlenmesinde, kar payı geliri yanında ikinci temel unsur şirket getirilerinin riskidir. Elde edilecek kar payları ile oluşacak cari pazar değerinin hesaplanmasında kullanılacak indirim oranı, ekonomiye, sektöre ve şirketin kendine has şartlarına göre belirlenecektir. Bir yatırımcı risksiz olarak kabul edilen devlet tahvillerine yatırım yaptığında, elde edeceği gelirin indirim oranı risk unsurunu içermeyecektir. Yatırımcı, hisse senedine yatırım yapmakla riske girdiğinden, söz konusu risk karşılığı olarak fazladan bir prim talep etmektedir. Bu durumda talep edilen indirim oranı $i = i_f + Q$ şeklinde ifade edilebilir. Eşitlik içinde risk primi Q , risksiz sermaye maliyeti ise i_f ile ifade edilmektedir. Buradaki risk primi şirketin içinde bulunduğu pazarın ve şirketin finansal riskidir.

Riski, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayırmak mümkündür. Ekonomik, politik ve sosyal durum ve benzeri çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanıp, bütün şirketleri aynı yönde fakat değişik derecede etkileyen riskler, sistematik risk olarak adlandırılmaktadır. Sistematik riskler, yatırım aracı sayısının artırılıp azaltılması veya çeşitlendirilmesi ile değiştirilememekte ya da ortadan kaldırılamamaktadır. Sistematik olmayan risk ise, sadece bir şirketi etkilerken diğer şirketleri etkilemeyen, finansal varlıkların bireysel ya da sektörel olarak sahip oldukları risklerdir.

Faaliyet riski, finansal risk, yönetim riski ve sektör riski sistematik olmayan risklerdir.²⁰⁸ Her iki riskin toplamı yatırım aracının verimliliğindeki değişkenliğin derecesini belirler. Sistematik risk, finansal varlığın verimi ile piyasanın genel verimi arasındaki kovaryans ile ölçülür ve beta katsayısı olarak belirtilir.

Risk primi (Q) açılarak indirim oranı yazılırsa;

$$i = i_f + (i_m - i_f) \cdot \beta$$

²⁰⁸ Mehmet Bolak, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2. Basım, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1994, s. 104-106.

Kullanılan semboller:

i : Hisse senedi kazanç oranı,

i_f : Risksiz indirim oranı,

i_m : Piyasa kazanç oranı,

β : Beta katsayısı; finansal varlığın sağladığı kazançlarla pazarın kazançları arasındaki kovaryansın, pazarın varyansına oranı;

$$\beta = \frac{\text{Cov}(i, i_m)}{\text{Var}(i_m)}$$

β katsayısı, bir hisse senedinin veriminin piyasa verimi ile paralel olup olmadığını gösterir. Bu katsayının 1 olması, hisse senedinin veriminin piyasanın verimi ile aynı oranda değiştiği, 1'den büyük olması ise hisse senedinin veriminin piyasanın veriminden daha yüksek düşüş veya çıkış gösterdiği anlamına gelir.

Ülkenin uluslararası piyasalara entegrasyonu fazlaysa, ulusal piyasa risk primi yerine dünya piyasa risk primi de kullanılabilir. Ancak, farklı ülke betaları kullanılırken ülke riskinin dikkate alınması gerekir.

b) Arbitraj Fiyatlama Modeli: Arbitraj fiyatlama modelinde, menkul kıymet getirisinin sektördeki ve piyasadaki faktörler tarafından oluşturulduğu ve getiri ile risk arasında pozitif ilişkinin varlığı kabul edilir. Bu faktörler GSMH, enflasyon, para arzı, faiz gibi değişkenlerdir.

Menkul kıymet sayısı arttıkça sistematik olmayan risk düşecek, ama sistematik risk değişmeyecektir. Menkul kıymetin getirisi, risksiz faiz oranı ile değişken faktörlere göre menkul kıymetin taşıdığı risklerin toplamı olarak ifade edilmektedir. Buna göre, menkul kıymetin getirisi:

$$(E(\hat{I}_i)); E(\hat{I}_i) = i_f + (E(f_1) - i_f) \times \text{Beta}_{i1} + \dots + (E(f_N) - i_f) \times \text{Beta}_{iN}$$

Kullanılan semboller:

i_f : Risksiz indirim oranı (devlet tahvili faiz oranı),

$E(f_1)$: 1. Değişkenin beklenen getirisi,

$E(f_N)$: N. Değişkenin beklenen getirisi,

$Beta_{i1}$: 1. Değişkenin sistematik riski,

$E(f_1) - i_f$: 1. Değişkenin risk primi.

Hesaplanmasındaki güçlüklerle rağmen, ampirik araştırmalar APM'nin beklenen getiriyi CAPM'ne kıyasla daha isabetli ölçtüğünü göstermektedir.²⁰⁹

c) Nakit Akımlarından Şirket Değerinin Hesaplanması: Nakit akımları, indirim oranı ve tahmin süresi belirlendikten sonra, şirket değerinin hesaplanmasında 5-10 yıllık nakit akımlarının bugünkü değeri tahmin edilir ve son yıldan sonra sonsuza kadar aynı nakit akımlarının gerçekleşeceği varsayılarak, artık değer bulunup bugünkü değere indirgenerek şirket değerine ulaşılır.

$$FD = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} + \frac{A_d}{(1+i)^n \cdot i} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} + \frac{A_d}{(1+i)^n \cdot i}$$

Kullanılan semboller:

FD: Şirket değeri,

A_d : Artık değer

Artık değer ise 3 değişik metotla bulunabilir:

- **Süreklilik;** tahmin süresinin sonundan itibaren, serbest nakit akımının sonsuza kadar gerçekleşeceği varsayılarak nakit akımları bulunur. Sonsuza kadar yaratılacak yıllık serbest nakit akımlarını bulmak için kullanılan katsayı ise;

²⁰⁹ Comeland, Koller ve Murrin, **a.g.e.**, s. 267.

$$\frac{1+g}{i-g} \text{ dir.}$$

Kullanılan semboller:

i: İndirim oranı

g: Nakit akımları büyüme oranı.

- **Fiyat/Kazanç oranı;** tahmin süresi sonunda hisse senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen Fiyat/Kazanç oranı ile tahmin edilen şirket kazancı çarpılarak nihai değere ulaşılır.
- **Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı;** Tahmin süresi sonunda hisse senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ile tahmin edilen defter değeri çarpılarak nihai değere ulaşılır.

İNA yönteminin bazı eksik yönleri ve kullanılmayacağı alanlar ise aşağıdakiler gibi sıralanabilir:

1. Bu yöntemde, indirim oranı yıllar itibariyle sabit olarak kabul edilmekte ve fonların aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır. Ayrıca, indirim oranını tahmin etmek, özellikle enflasyonun yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde, kolay olmamaktadır.
2. Gelecek yıllar nakit akımlarının tahmin edilmesi çok zordur. Kar payı ve vergileme politikası dikkate alınmamaktadır. Gelecekte kar payı dağıtım oranının ve vergi oranlarının değişebileceği unutulmamalıdır. Bu yöntem, küçük şirketler için çok uygun değildir. Çünkü küçük şirketlerin kazançları genelde şirketin başında bulunan yöneticiye bağlıdır ve gelecek kazançlar daha çok kişilere bağlı ve risklidir.²¹⁰

²¹⁰ Warren Kissin ve Ronald Zulli, "Valuation of a Closely Held Business", **Journal of Accountancy**, June 1988, Cilt: 165, Sayı: 6, s. 42.

3. Halka arzlarda azınlık hisse senetleri piyasaya arz edilirse, yatırımcı için önemli olan nakit akımları değil kar payı ödemeleri olacaktır.
4. Yüksek teknoloji alanında yatırım yapan şirketlerin nakit akımları ilk yıllarda negatif olabilir ama ilerleyen yıllarda pozitif dönecektir; bunun tahmini de güç olabilecektir.
5. Yöntem teorik olarak sağlam olmakla birlikte uygulamada öznel sonuçlar vermektedir.

Sayılan bu olumsuz yönlerine rağmen, İNA yöntemi, modern değerlendirme yöntemi olarak genel kabul görmüş bir yöntemdir.²¹¹ Çünkü nakit akımlarını indirgemek biçimiyle, paranın zaman değerini dikkate alan bir yöntem olması, bu yöntemin önemli bir avantajıdır. Ayrıca, bu yöntem, değişik muhasebe yöntemlerinden etkilenmemekte, risk faktörünü ve bütün yatırımları da dikkate almaktadır.²¹²

Blok satış yönteminde yatırımcı, şirketin kar payı getirisi ve borsadaki kazancından ziyade, şirketin gelecek yıllardaki nakit akımları ile ilgilenmektedir. İNA yöntemi diğer yöntemlere göre karışık olmasına rağmen, daha önce halka açılmamış ve hisseleri blok olarak satılacak şirketler için şirket değerini en sağlıklı yansıtan yöntem olarak kabul edilmektedir.²¹³

²¹¹ David Cohen, "Valuation in the Context of Share Appraisal", **Emory Law Journal**, 1985, Vol. 34, s. 127.

²¹² N. Murat Şarsel, **How to Privatize Public Enterprises In Turkey? Alternative Methods of Valuation**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1992, s. 107.

²¹³ Yazıcı, **a.g.e.**, s. 38.

2.3.4.3. Kar Payı Verimi Yöntemi

Myron Gordon ve John Lintner'in savunduğu görüşe göre; kar dağıtımının hisse senetleri değeri üzerinde etkili olduğu ve hisse senedinin bugünkü değerinin, beklenen kar paylarının bugünkü değerine eşit olacağı ifade edilmektedir.²¹⁴

Hisse senetlerine; kar payı elde etme, sermaye kazancı elde etme ve bedelsiz sermaye artırımlarından faydalanma amacıyla yatırım yapılır. Yatırımcıların ellerinde tuttıkları hisse senetlerini sonsuza kadar ellerinde tutmak gibi niyetleri yoksa muhtemelen bu hisse senetlerini elde etme fiyatından daha yüksek bir fiyata satmayı planlamaktadırlar. Ancak, genelde yatırımcıların düşüncesi, şirketin ileride kar payı ödeyeceği ve yatırımcılarına nakit girdisi sağlayacağı yönündedir. Şirket kar payı ödemesi bile, kar payı dağıtmayarak karın şirket bünyesinde kalmasına neden olacaktır. Bu da, gelecekteki kar payı gelirlerine ve şirketin para kazanma gücüne olumlu yönde etki yapacaktır. Piyasada hisse senetleri için talebin olması, hisse senetlerinin kar payı ve satış gelirlerine bağlıdır. Hisse senedi elde tutulduğu sürece, yatırımcının toplam nakit girdisini, elde edilen kar payı gelirleri teşkil etmektedir. Bu durumda, hisse senedi değerlemesinde kar payı gelirlerinin temel alınması doğru bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir.

Hissedarlar şirketin kazançlarını harcayamayacaklarından sadece kendilerine dağıtılan kar paylarını harcayabileceklerdir. Şirket sahipleri “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan yeğdir” mantığı doğrultusunda kar paylarının kısa sürede ellerine geçmesini isteyebilirler. Dağıtılmayan kar payları, gelecek yıllara ertelendiğinden ortaklar daha yüksek bir indirim oranı talep edeceklerdir. Bu nedenle ortakların yatırımdan bekledikleri karlılık oranı sabit kalmayacaktır. Yatırımcılar, yüksek kar ödeme oranı olan şirketlerin hisse senedi fiyatını, düşük indirim oranı ile düşük kar ödeme oranı olan şirketlerin hisse senedi fiyatını ise yüksek indirim oranıyla indirgeyeceklerdir. Dağıtılmayan karlar şirketin hisse senetlerinin fiyatını bire bir yükseltmiyorsa, yani dağıtılmayan her 1 TL'ye karşılık hisse senetleri değeri 1 TL'den az artıyorsa, şirketin bu kaynakları etkin kullanmadığı söylenebilir. Bu

²¹⁴ Kuddusi Yazıcı, **Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri**, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, T.C. Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi, Ağustos Ankara 1997, s. 37.

nedenle şirketin değerini kar tutarının değil, dağıtılan kar paylarının etkilediği ileri sürülmektedir.²¹⁵

Kar payı verimi şu şekilde formüle edilebilir:

$$T_v = \frac{D_t}{P_0} \text{ yani } \frac{\text{Hisse Başına Ödenen Temettü}}{\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri}}$$

Kullanılan semboller:

P_0 : Hisse senedi değeri,

D_t : Elde edilmesi beklenen kar payı geliri,

T_v : Kar payı verimi.

Kar payı verimi yönteminde aşağıdaki varsayımlar yapılmaktadır:²¹⁶

- Şirketin getiri oranı sabittir,
- Şirketin indirim oranı değişmemektedir,
- Şirketin faaliyet süresi sonsuz kabul edilmektedir,
- Kar payı politikasında bir değişiklik olmayacaktır,
- Yatırımlardan beklenen karlılık oranı, kar payı geliri artış oranından büyük olacak ($T_v > g$), tersi durumda ($g > T_v$) hisse senedi değeri sonsuz olacaktır,

Dağıtılmamış karlar ile dağıtılan karlar farklı oranlarda vergileniyorsa, beklenen asgari kar payı karlılık oranı (T_r);

²¹⁵ Akgüç, **a.g.e.**, s. 833.

²¹⁶ Cesur, **a.g.e.**, s. 102-103.

$$T_r = T_e \frac{(1-v_p)}{(1-v_g)} \text{ şeklinde hesaplanacaktır.}$$

Kullanılan semboller:

T_e : Ortaklarca istenen asgari kar payı karlılık oranı (vergiden önce),

v_p : Kar dağıtımı halinde ortağın ödeyeceği vergi oranı,

v_g : Karın dağıtılmaması halinde ödenmek zorunda kalınacak olan vergi oranı.

Kar payı verimi yöntemiyle hisse senedinin değerinin hesaplanması aşağıdaki gibi olacaktır.

$$P_o = \frac{D_0}{1+T_v}$$

Zaman aralığı n yıl olduğunda formül şöyle olacaktır;

$$P_o = \frac{D_1}{(1+T_v)^1} + \frac{D_2}{(1+T_v)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+T_v)^n}$$

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+T_v)^t}$$

Hisse senedi sonsuza kadar elde tutulmak istenirse eşitlik aşağıdaki şekilde yazılacaktır:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+T_v)^t}$$

Kar payı oranının sabit olduğu varsayımı gerçekçi olmadığından, kar payı oranının her yıl belli bir oranda (g) arttığı ve indirim oranının kar payı artış oranından yüksek olduğu varsayıldığında, değişik alternatiflere göre hisse senedi değerini veren formül aşağıdaki şekillerde yazılabilir:

- 1) Kar payı gelirinin zaman içinde aynı oranda artacağı varsayımıyla hisse senedinin değeri:

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)^1}{(1+T_v)^1} + \frac{D_0 (1+g)^2}{(1+T_v)^2} + \dots + \frac{D_0 (1+g)^\infty}{(1+T_v)^\infty}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 (1+g)^t}{(1+T_v)^t}$$

Kullanılan semboller:

P_0 : Hisse senedi değeri,

D_0 : Hisse senedi başına cari kar payı geliri,

g : Kar payı geliri artış oranı.

- 2) Borç ödeyemem durumunda n yılına kadar g_1 oranında, n yılından sonra sonsuza kadar da g_2 büyüme oranıyla büyümesi durumunda hisse senedinin değeri ise;

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t (1+g_1)^t}{(1+T_v)^t} + \frac{1}{(1+T_v)^n} \cdot \left(\frac{D_{n+1}}{T_v - g_2} \right) \text{ olacaktır.}$$

- 3) Kar payı gelirlerinin sonsuz olduğu varsayıldığında ise;

$$P_0 = \frac{D_0}{(T_v - g)} \text{ olacaktır.}$$

Diğer taraftan, vergi faktörünün dikkate alınması durumunda, uygulanan vergi kanunları kar dağıtım politikalarının hisse senedi değeri üzerindeki etkilerini

değiştirebilecektir. Eğer kar dağıtımı üzerinden daha yüksek vergi alınmıyorsa, düşük kar payı ödemek avantajlı olabilecektir.

Kar payı verimi yaklaşımına yapılan eleştiriler aşağıdaki gibidir:²¹⁷

- Sadece dağıtılan kar payının dikkate alınıp işletme bünyesinde bırakılmış kar paylarının dikkate alınmaması,
- Hisse senetlerinin alım satımında ikincil pazarın varlığının ihmal edilerek hisse senedi satış kazançlarının yok varsayılması,
- Gelecekteki kar paylarını tahmin etmenin çok zor olması,
- Yöntemde kullanılan formülün öznellik içermesi,
- Kar payı ödeme oranının bazı şirketler için düzenli olmaması,
- Kar payı büyüme oranı (g), kar payı veriminden (T_v) büyük olduğunda şirketin değerinin sonsuz çıkması. Yüksek büyüme potansiyeli olan şirketler için bu yöntemin uygulanamaması,
- Şirket değeri için önemli olanın kar payı ödemesi değil, kar payı ödeyebilme kapasitesinin olmasıdır.

2.3.4.4. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/kazanç oranı bir şirketin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında kurulan ilişkiden hesaplanır. Hisse başına net kar ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gereği bu oranın hareket noktasını oluşturur.²¹⁸ Bir varlığın değeri, belli bir ölçütten hareketle tahmin edilebilir. Örneğin, gayrimenkul değerinin m^2 ile ilişkilendirilmesi, şirket değerinin kazanç ile ilişkilendirilmesi gibi. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net karına karşılık, yatırımcıların kaç TL Ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır. Malkiel tarafından önerilen bu yöntemde, hisse başına net kar piyasada gerçekleşmiş olan F/K oranıyla çarpılarak, hisse senedinin olması gereken

²¹⁷ Akgüç, a.g.e., s. 335.

²¹⁸ Chambers, *Firma Değerlemesi*, a.g.e., s. 193.

fiyatı/değeri bulunur. F/K oranı kullanılırken aşağıdaki seçeneklere göre tercih yapılabilir;

- Aynı sektörde faaliyet gösteren ve birbirine benzeyen şirketlerin F/K oranları ortalaması seçilebilir,
- Genel piyasa (İMKB) F/K oranı ortalaması alınabilir,
- Yurtdışındaki benzer şirketlerin F/K oranı ortalaması alınabilir.

F/K yönteminde şirket değeri şöyle hesaplanmaktadır:

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Net Kar}$$

Şirket Değeri= Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı × Şirket Net Karı

F/K oranı aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplanabilir:

$$F/K = \frac{1 - \frac{g}{i}}{i - g}$$

Kullanılan semboller:

g: Kazanç ve nakit akımının uzun dönemde büyüme oranı,

r: Yeni yatırımların getiri oranı,

i: İndirim oranı.

Bir şirketin karı tespit edilemese de, kar payı dağıtım oranı, karın büyüme oranı ve piyasa indirim faiz oranı bilindiğinde F/K oranı aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır:²¹⁹

$$F/K = \frac{d(1+b)}{i-y(1-d)}$$

²¹⁹ M. Alp Ülgener, **Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve Temel Analiz**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Anabilim Dalı, İstanbul, 1994, s. 16-17.

Kullanılan semboller:

d: Kar payı dağıtma oranı,

b: Şirket net karındaki büyüme oranı,

y: Şirket karının büyüme oranındaki artış oranı,

i: İndirim oranı.

F/K oranını etkileyen faktörler ise aşağıda gösterilmektedir.²²⁰

- Karlardaki tarihsel büyüme oranı,
- Tahmini karlar,
- Ortalama kar payı ödeme oranı,
- Şirketin sistematik riskini ölçen beta katsayısı,
- Karların istikrarsızlığı,
- Finansal kaldıraç,
- Şirketin rekabet gücü, yöneticilerin yetenekleri, ekonomik koşullar.

F/K oranı yöntemi aşağıdaki nedenlerden dolayı tercih edilmektedir:

- Etkin sermaye piyasası varsayımı nedeniyle, piyasa değerinin şirketin gerçek değerini yansıttığını ve olaya öznellik girmedeği için, piyasadaki değerlerin değerlendirme yapan kişilere göre daha etkin tespit edildiği savunulmaktadır,
- F/K oranı halka açık olmayan şirketlere de uygulanabilecektir. Buna göre, şirketin hisse senetlerinin fiyatı belli değilse, şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanarak şirketin hisselerinin değeri tespit edilebilmektedir.²²¹

²²⁰ Arman Tefvik ve Gürman Tefvik, **Simülasyon Yaklaşımlarıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması**, SPK Yayınları, Yayın No: 56, Ankara, 1996, s. 93.

²²¹ Guatri, **a.g.e.**, s. 107.

Halka ilk kez arz edilecek şirketler için F/K oranı, hisse senetleri piyasada işlem gören şirketlerin F/K oranından düşük alınmalıdır. Benzer şirketler olsalar da, hisse senetleri piyasada işlem gören şirketlerin hisse senedi değeri, hisse senedi piyasada işlem görmeyen şirketlere kıyasla daha yüksek olacaktır. Çünkü pazarlanabilirlik önemli bir faktördür ve hisse senedinin değerini artıran bir unsurdur. Bu bakımdan F/K oranının eksiklikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- F/K oranı yönteminin en önemli eksikliği, net karın gösterge olarak alınmasıdır. Dolayısıyla, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net kar rakamına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri veya giderleri fazla olan şirketlerin F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken bir nokta da durağan karşılaştırmaların yapılmasıdır; yani şirketin beklenen karlılığı üzerine herhangi bir şey söylenmemektedir.²²²
- F/K oranı yönteminin bir diğer sakıncası ise, F/K oranının zaman içerisinde değişebileceğinin göz ardı edilip, bu oranın sabit olarak dikkate alınmasıdır. F/K oranı ve ortalama kazanç miktarı da sabit kabul edildiğinden riski ödüllendirmek ve risk ile vade arasındaki ilişkiyi değerlemeye yansıtma mümkün olamamaktadır.²²³
- Bu yöntemin diğer eksiklikleri olarak, paranın zaman değerinin dikkate alınmaması, iki şirketin hiç bir zaman aynı olmayacağı, seçilen yıllarda F/K oranının sapma gösterme olasılığı yani ileride meydana gelecek fiyat dalgalanmalarına açık borsalarda oluşan F/K oranlarının kullanılması, şirketin gelecekte vergi ödeme durumunun dikkate alınmıyor olması ve yatırım gereksinimi gibi konuları yansıtması sayılabilir.²²⁴ Aynı zamanda, F/K oranı zarar eden şirketlerde çalışmadığı gibi, karı sifıra yakın şirketlerde de şirket değeri çok yüksek çıkacaktır.

²²² Murat Dudu, **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, SPK Yayını, Yayın No: 27, Ankara, 1996, s. 60.

²²³ İbrahim Peker, **Ekonomik Katma Değer**, SPK Yayını, Ankara, 1997, s. 3.

²²⁴ Süel, **a.g.e.**, s. 54-55.

Ancak, dönem karı yerine işletme faaliyet karının kullanılması, belli bir dönemin F/K oranı ortalamasının alınması, dünyadaki benzer sektör örneklerinden yararlanılması, bölgesel farklılıkları dikkate alıp, bölge riskinin hesaplamalara katılmasıyla yukarıda belirtilen sorunların kısmen aşılabileceği düşünülmektedir.

Bu sakıncalarına rağmen, F/K oranı yöntemi Türkiye’de aracı kurumların ve yatırım bankalarının en çok başvurdukları değerlendirme yöntemidir.²²⁵

2.3.4.5. Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı Yöntemi

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, şirketlerin açıkladıkları kar rakamlarının şirketin gerçek kazancını yansıtmadığı endişesi nedeniyle, Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) yöntemi kullanılmaktadır. PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına özvarlıklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, şirketlerin PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan şirketler için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek şirket değeri tespit edilmektedir.

Şirket değerine ulaşılması için, PD/DD oranının, şirket hisseleri başına düşen defter değeri ile çarpılması gerekir.

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı} \times \text{Şirketin Defter Değeri}$$

Bu yöntem kullanılırken, şirketlerin varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Bu yöntemin zayıf noktası; her şirketin kendine özgü özelliklerinin olması ve her şirketin varlıklarını aynı verimlilikte kullanamamasıdır. Ayrıca, PD/DD oranının o sektörde faaliyette bulunan diğer şirketlere kıyasla yüksek olması, fiyat şişkinliğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

²²⁵ Mümin Vatansever, **Hisse Senedi Değerlemesi ve Türkiye’den Bir Örnek**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Anabilim Dalı, İstanbul, 1994, s. 16-18.

2.3.4.6. Fiyatın Nakit Akımına Oranı Yöntemi

Şirketlerin uyguladıkları yıpranma payı oranlarının farklı olması nedeniyle, şirket gelirleri yerine nakit akımları yönteminin kullanılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

F/K oranı yönteminde, şirket kazancı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiden yararlanılarak şirket değeri hesaplanırken, Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, bu ilişki yardımıyla benzer şirketlerin değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer şirketlerin fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak şirketin nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu şirket değeri bulunacaktır. Uygulamada basit bir hesaplama, nakit akımı olarak; net kar ile yıpranma payı toplamı alınmaktadır.

$$F/NA = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}$$

Diğer bir ifadeyle F/NA oranı;

$$F/NA = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Nakit Akım}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama F/NA Oranı} \times \text{Şirket Nakit Akımı}$$

4046 sayılı Kanunu gerekçesinde ise F/NA oranı şöyle tanımlanmıştır: Bir şirketin değerini belirlerken başka şirketlerin verilerinden yararlanabilen bir yöntemdir. Fiyat/nakit akımı oranı, bir şirketin piyasada oluşan hisse fiyatının şirketin hisse başına düşen nakit akımına oranıdır. Karşılaştırma yapılacak olan şirketin verileri ile bir veya birkaç oran belirlenir ve değerlendirme yapılacak şirketin nakit akımıyla çarpılarak bir değere veya değer aralığına ulaşılır.

2.3.4.7. Defter Değeri

Defter değeri, belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Değişik muhasebe tekniklerinin kullanılması sonucu varlıkların defter değerleri farklı olacaktır. Örneğin, kur farkları aktifleştirilerek yatırımlara

dahil edilebileceği gibi, giderleştirilerek gelir tablosuna da yansıtılabilir. Böyle bir durumda varlıkların defter değeri farklı olacaktır.

Yukarıdakilere benzer şekilde, farklı yıpranma payı ayırma yöntemi ve stok değerlendirme yöntemi uygulanıyor olabilir. Hisse senetlerinin defter değeri, özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir ve çoğunlukla hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Öz sermaye; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve karşılıklar toplamından oluşur. Defter değerine öz sermaye değeri de denilmektedir.²²⁶ Öz sermaye değeri toplam borçlar ile toplam varlıklar arasındaki fark olarak da alınabilir.²²⁷

Defter değeri ile piyasa değeri; enflasyon, demode olma ve organizasyon sermayesi gibi nedenlerden dolayı farklı olabilmektedir. Örneğin, 1991 yılı sonunda Microsoft şirketinin piyasa değeri defter değerinin 10 katından fazla gerçekleşmiştir.²²⁸ Şirketin varlıklarının piyasada ticareti yoksa veya teknolojik gelişmeler sonucu demode olma söz konusu ise, bu varlıkların piyasa değerinin tespiti güçleşecektir. Enflasyon ile demode olma faktörleri ters yönlü çalışmaktadırlar. Enflasyon varlıkların yazılı değerini artırırken, teknolojik eskimeler değerini düşmesine neden olmaktadır.²²⁹

Borsa değerinin defter değerinden düşük olması, dağıtılmamış karların verimli kullanılmadığının bir göstergesidir.²³⁰ Defter değeri, birleşme ve şirketin blok şeklinde satın alınmasında önem kazanan bir yöntemdir. Defter değeri, yüksek enflasyon olan ülkelerde önemi olmayan, sadece şirketin en düşük değeri konusunda fikir veren bir değerdir.

²²⁶ Bolak, **a.g.e.**, s. 79.

²²⁷ Chambers, **Firma Değerlemesi, a.g.e.**, s. 185.

²²⁸ Bradford, **a.g.e.**, s. 16.

²²⁹ Bradford, **a.g.e.**, s. 21-22.

²³⁰ Akgüç, **a.g.e.**, s. 51.

2.3.4.8. Net Aktif Değer

Net aktif değer, varlıkların ve borçlarının cari piyasa koşullarında²³¹ satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade eder. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlere, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar net aktif değer olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise öz varlık değerini gösterir. Özetle, net aktif değeri, şirketin aktiflerinin tasfiye değeri toplamından borçların çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeridir.

Net aktif değer yöntemini savunanlar, şirket satın alanlar gelecekteki kazançları satın almıyor; önceki yıllar kazançlarının gelecekte de olacağını garantisini kimse veremez mantığını kullanırlar. Bu nedenle varlıkların net aktif değerlerinin önemli olduğu ve değerlemede bu değer dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir.²³²

Net aktif değer yöntemi ile İNA yöntemi arasındaki fark şirketin şerefliyesidir. Şirketin işleyen değerini hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi, karlı şirketler için düşük değer tespitine neden olabilir. Net aktif değer, fırsat maliyetlerini göz önüne alan bir yöntemdir. Yani fırsat maliyeti, varlıkların elde tutulmayıp normal koşullar altında satılmaları halinde elde edilecek gelirden yapılan masrafların çıkarılması ile bulunan net tutardır.

Ayrıca net aktif değer tespiti yapılırken bazı malların değerinin tespitinin çok güç olduğu görülmektedir. Örneğin, işletmenin sahip olduğu özel, pahalı ve uzmanlık gerektiren makine ve teçhizatın başka hiç bir kişi ve kurumda bulunmaması durumunda, bu varlıkların piyasa fiyatı olmayacağından değerinin tespiti de öznel olarak yapılacaktır.²³³

²³¹ Chambers, **Firma Değerlemesi, a.g.e.**, s. 187.

²³² J.M. Samuels, F.M. Wilkes, R.E. Brayshaw ve R.E. Bradshaw, **Management of Company Finance**, Nelson, London, 1975, s. 424-425.

²³³ Gürsel Özkan, "Değerleme Yöntemleri", **Mali Hukuk**, Mayıs-Haziran1995, Sayı: 57, s. 10-12.

Net aktif değer (NAD); $NAD = AD - BD$

Kullanılan semboller:

AD: İşletmenin aktiflerinin piyasa değeri,

BD: İşletmenin borçlarının piyasa değeri.

Net aktif değer yönteminde, aktifler yeniden değerlenmiş değerleriyle dikkate alınacaktır. Yeniden değerlenecek varlıkların değerlemesinde kullanılan yöntemler ise;

- Eşdeğer yatırım değeri yöntemi; birim değerler hesaplanarak bir değer tahmini yapılır. Örneğin, çimento fabrikalarında 1 tonluk kapasitenin yatırım değeri dikkate alınarak fabrikanın tümü için değer tahmini yapılabilir,
- Ekspertiz değeri; değerlemeye tabi tutulacak varlığın, değerleme günündeki değerinin uzmanlar tarafından tahmin edilmesidir,
- Katsayılar yöntemi; yeniden değerleme katsayısı tespit edilerek finansal tablolar bu katsayıya göre düzeltilir.

Yeniden Değerleme Katsayısı = Dönem Sonu Fiyat Endeksi / Söz konusu Varlığın İşletmeye Dahil Olduğu Tarihteki Fiyat Endeksi

Yeniden değerleme sonucu bulunan varlık değeri bu varlıkların cari değerini aşmamalıdır. Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus ise, hızlandırılmış yıpranma payı uygulayan şirketlerin finansal tablolarının normal yıpranma payı yöntemine göre düzeltilmesi gerektiğidir.

Net aktif defteri hesaplanırken aşağıda sayılan noktalara dikkat edilmelidir:

- Aktif ve pasiflerin tam olarak kaydedilip kaydedilmediği, karşılıklarda bir problem olup olmadığı, kredilerin, kıdem karşılıklarının, sigorta primlerinin ve ipotekli malların olup olmadığı tespit edilmelidir. Değerlemeyi yapan kişi, makinelerin, arsaların, stokların değerinin ne

olduğunu tespit edemeyebilir. Bu durumda, varlıkların değer tespitinde eksperlerden yararlanılmalıdır.

- Kiralama ya bilançolarda hiç gözükmeyebilir, ya da nazım hesaplarında gözüktür. Finansal kiralama bilançoda gözüktürken, operasyonel kiralama bilançolarda gözükmeyebilir. Bu nedenle, şirkette kiralama uygulamasının olup olmadığı araştırılmalıdır.

Vergi miktarı hesaplamalarında, geçmiş yıllar zararlarının mahsubunun yapılıp yapılamayacağı araştırılmalıdır. Alan J. Auerbach ve David Reishus tarafından yapılan bir çalışmada, 1968-1983 yılları arasındaki 318 birleşme olayında, birleşmelerin %20'sinde vergi kazançları olduğu ve bu kazancın devralınan işletmelerin piyasa değerinin %10'una ulaştığı tespit edilmiştir.²³⁴

- Maddi olmayan duran varlıklar, maliyetleri zamana yayılan, transfer edilebilen ve değerinin tespiti kısmen zor olan varlıklardır. Bu varlıkların şirketin başarısındaki önemi giderek artmaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar uzun vadede şirketin değerini olumlu etkileyen, gelecekteki kazançları artıracak potansiyel varlıklardır. Patent, şirket ismi, know-how maddi olmayan duran varlıklara örnek olarak verilebilir.
- Net aktif değer bulunurken karşılaşılan bir diğer sorun da, ulusal paranın değer kaybetmesinin finansal tablolar üzerindeki etkisidir. Bilançodaki nakdi değerler cari para birimiyle, nakdi olmayan varlıklar ise alış bedelleri ile gösterilmektedir. Yeniden değerlendirme olayı bu durumu düzeltmeye yönelik bir düzenleme olsa da, istenen sonucu tam veremeyebilir. Bazı varlıklar yeniden değerlemeye tabi olmadığı gibi, bazı sektörlerdeki fiyat artış oranları, yeniden değerlendirme oranından yüksek veya düşük olabilmektedir. Bu nedenlerden dolayı bilançoların homojen bir duruma getirilmesi gerekmektedir. Bilançodaki kalemler

²³⁴ Halil Şener, **İşletmelerde Birleşme ve Devralmalar**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 1995, s. 40.

cari değerlerine yükseltilmeli ve hızlandırılmış yıpranma payı uygulayan şirketlerin duran varlıkları, normal yıpranma payı yöntemine göre düzeltilmelidir.

- Teknik danışman, işletmeden bağımsız olarak satılabilecek varlıkların en yüksek kullanım değerini ele alacaktır. Boş olan bir arsa veya arazinin değerlemesinde ise imar planları, alınacak inşaat izinleri ve diğer yapılacak masraflar dikkate alınarak değer tespiti yapılmalıdır.
- Şirketin kontrol edemeyeceği kadar düşük oranlardaki iştirak hisselerinin değeri, bu hisselerin maliyet bedeli üzerine iştirak tarihinden itibaren doğmuş kar payları eklenerek veya zararlar düşülerek bulunabilir. İştiraklere verilmiş avanslar da bu değere ilave edilmelidir.
- Değerleme işlemleri, stoklar ve alacaklar imalat şirketlerinin en zayıf noktalarıdır. Şirket faaliyetlerine devam etmeyecekse, stokların değerinin düşeceği, alacakların da tahsilinin güçleşeceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Net aktif değeri yöntemi genelde şu durumlarda kullanılmaktadır:
 - Şirket kötü bir durumda ve zarar etmekteyse,
 - Şirket yükümlülüklerini yerine getiremeyecek kadar nakit oluşturamıyorsa,
 - Şirket faaliyetlerini durdurmuş veya yavaşlatmışsa,
 - Şirketin varlıkları çok değerli ise,
 - Şirket know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse.

2.3.4.9. Tasfiye Değeri

Bir işletmenin mevcut varlıkların zorunlu satış ile teker teker satılarak elde edilen tutardan borçların, satış giderlerinin, vergilerin, satış komisyonlarının ve personelin işine son verme ile ilgili giderlerin düşülmesi halinde bulunacak değer tasfiye değeridir.²³⁵ Bu zorunlu satış durumu için birçok durumun yanı sıra genellikle

²³⁵ Chambers, **Firma Değerlemesi, a.g.e.**, s. 186.

şirketin faaliyetlerine son vermesi durumu kabul edilebilir. Defter değeri yönteminde tarihi maliyetler dikkate alınırken, bu yöntemde varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Ancak, şirketin varlıklarının tasfiyesi durumunda, bunların piyasa değerinin altında bir değerle satışları söz konusu olabilecektir.

Tasfiye edilen şirketin varlıklarının değer tespiti, ikincil piyasada alım satımı yapılıyorsa kolay, böyle bir piyasa yoksa güç olacaktır. Şirketin tasfiye değeri aynı şirketin piyasa değeri için alt sınırı oluşturacaktır.

2.3.4.10. Yeniden Yapma Değeri

Bir varlığın değerlendirme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu bir varlığı elde etmenin maliyetidir. Başka bir deyişle, kurulu bir tesisin yeni baştan yapılması için katlanılacak maliyetlerin toplamıdır. Örneğin, 5 yıl önceki yapılan bir tesisin yapım yılındaki değeri 100 milyon dolar ve 5 yıllık dönemde ABD'deki enflasyon artışı %15 ise, tesisin bugünkü değeri $(100 \times 1,15)$ 115 milyon dolar olacaktır. Yeniden yapma ile yenileme değeri arasındaki fark, yenileme değerinde söz konusu varlık için kapasite veya verim açısından özdeşlik söz konusu iken, yeniden yapma değerinde fiziksel özelliklerin benzer olması söz konusudur. Bu yöntem, satış fiyatları devlet tarafından belirlenen elektrik ve su dağıtımı gibi işletmelerde şirket değerinin tespitinde genelde dikkate alınan bir yöntemdir.²³⁶

2.3.4.11. Emsal Değer

Emsal değer; gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinmeyen bir varlığın satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değerdir.²³⁷ Değerlenecek varlığın benzeri bir varlık piyasada alınıp satılıyorsa, piyasada oluşan değerden hareketle değer tespiti yapılabilecektir. Bu yöntem taşıt ve gayrimenkullerde çok kullanılmaktadır. Örneğin, bu yöntemle göre bir taşıt veya arsanın değer tespiti, çevresindeki benzer taşıt ve arsaların en son alım-satım fiyatları dikkate alınarak yapılacaktır.

²³⁶ Yazıcı, a.g.e., s. 13.

²³⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 223-224.

Şirket değerlemesinde ise, aynı sektörde benzer faaliyetlerde bulunan, şirket yapıları birbirine benzeyen ve daha önce alım satımı yapılmış olan şirketler için bir ölçütün belirlenmesi ile şirket değerinin tespiti yapılabilir. Örneğin; çimento sektöründe ton başına değer tespit edilmesi, telekomünikasyon sektöründe hat başına değer tespit edilmesi gibi.

2.3.4.12. İşleyen Teşebbüs Değeri

Faaliyetlerine devam eden şirketin değeri onun varlıklarının dışında işleyişini de kapsayacaktır. İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde hesaplanan değerdir. Yaşayan bir şirketin değeri, sinerji etkisi ile parçaların değerinin toplamından daha fazla olacaktır. İşleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında işletmenin potansiyel kazançları dikkate alınacaktır. Yukarıda açıklanan tüm değerlendirme yöntemleri dikkate alınarak şirketin işleyen yapısıyla değerinin bulunması, işleyen teşebbüs değerini oluşturur. Şerefiyenin tanımları aşağıdaki özetlenebilir:

- Şerefiye şirketle ilgili sosyal, psikolojik ve ekonomik faktörlerin paracinsinden ifadesidir,
- Şerefiye gelecekte elde edilmesi beklenen fazla karların bugünkü değeridir,
- Şerefiye şirketin bir bütün olarak değerinin tek tek varlıkların değerinden yüksek olmasıdır.

Şerefiye dikkate alınarak şirket değeri şöyle yazılabilir;

$$FD = AD + G$$

Kullanılan semboller:

FD: İşleyen şirketin değeri,

AD: Net aktif toplamı,

G: Şerefiye.

Şerefiyeyi etkileyen unsurlar ise aşağıdaki gibidir:²³⁸

- Kuruluş yeri seçimindeki uygunluk,
- Yönetim kadrosunun kalitesi, yöneticiler ile personelin uyumlu çalışması,
- Mal ve hizmetlerin kalitesi, şirket kalitesi,
- İyi organizasyon yapısının olması ve satıcılar, dağıtıcılar arasında iyi bir bilgi ağının kurulmuş olması,
- Verimli çalışma ortamının olması,
- Tekel avantajlarının olması,
- Müşterilerin işletmeye verdikleri değer,
- Üretim safhası sırlarının varlığı,
- İşçi-işveren uyumu,
- Uluslararası ilişkilerin iyi olması,
- Potansiyel karların ve yeni yatırım olanaklarının olması.

Ayrıca, şirketin kontrolü kendilerine geçtiğinde, gelecekteki nakit akımlarının artacağını düşünen yatırımcılar da, şirket yönetimini ele geçirmek için kontrol hisselerine daha fazla bedel ödemeyi kabul edeceklerdir. Tasfiye değeri, işletmenin piyasa değerini belirlemede alt sınırı oluştururken, işletmenin işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır.²³⁹

2.3.4.13. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre şirket, sermaye maliyetini değiştirmek suretiyle kaldıraç faktöründen maksimum yararlanarak değerini arttırabilecektir.

²³⁸ Ayşen Dalgeç, **İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1992, s. 8.

²³⁹ Bolak, **a.g.e.**, s. 80, 104-106.

Şirketin kapitalizasyon oranı:

$$k_o = \frac{O}{FD}$$

Kullanılan semboller:

O: Net faaliyet karı,

FD: Şirket değeri.

Şirket değerini veren formül ise:

$$FD = \frac{O}{k_o} = \frac{F}{k_b} + \frac{E}{k_e}$$

Kullanılan semboller:

F: Faizler,

E: Şirketin net geliri,

k_b : Borç verenlerin gelir akışlarının kapitalizasyon oranı,

k_e : Şirket ortaklarının gelir akışlarının kapitalizasyon oranı.

Net gelir yaklaşımında iki varsayım söz konusudur:

1. Öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden yüksek olduğu tahmini,
2. Öz sermaye ve yabancı kaynak kapitalizasyon oranının sabit kaldığı. $k_e > k_b$ olduğu varsayıldığından, şirket borç kullanımını artırarak ortalama sermaye maliyetini azaltıp şirket değerini artırabilecektir. Bu varsayımların geçerliliği tartışmalıdır. Şirketin faiz ödemeleri arttıkça likitide riski de artacaktır. Şirketin borçları arttıkça, şirket yöneticileri artan riske karşı daha yüksek karlılık bekleyeceklerdir. Yani k_e ve k_b oranları yükselecektir. Ağır borç yükü şirketin karlı yatırım alanlarına

girmesine de engel olabilecektir. Bu nedenle, sürekli borçlanma yoluyla şirket değerinin yükseltileceği tartışmalı bir konudur.

2.3.4.14. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, kapitalizasyon oranının tüm sermaye yapıları için sabit olduğu, dolayısıyla da şirket değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır.

Şirket değeri:

$$FD = \frac{O}{k_o}$$

Kullanılan semboller:

O: Net faaliyet karı,

k_o : Kapitalizasyon oranı.

Bu yaklaşımda, sermaye yapısı riskli hale geldikçe, yani borç/özsermaye oranı arttıkça, özsermaye maliyetinin artacağı öngörülmektedir. Şirket, ortalama sermaye maliyetinden ucuz yabancı kaynak temin ettiğinde, artan riski karşılamak için öz sermaye kapitalizasyon oranı yükselecektir.

Bu durumda şirket piyasa değerini düşürmemek için daha yüksek oranda kar payı dağıtımını yapacak ve öz sermaye maliyeti yükselecektir. Sonuçta da, şirket açısından yabancı kaynağın ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşit olacaktır. Diğer taraftan, şirket için tek bir en uygun kaynak dağılımı yoktur, tüm sermaye yapıları şirket için en uygundur, çünkü ortalama sermaye maliyeti hiç değişmemektedir. Özetle bu yaklaşımda, sermaye yapısını değiştirmekle, şirketin değerini artırmak mümkün olmamaktadır.

2.3.4.15. Geleneksel Yaklaşım

Borç faizlerinin gider yazılarak vergi tasarrufu sağlanması ve ortakların normal faiz oranının üzerinde kar beklentileri nedeniyle, genelde öz sermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden yüksektir. Bu durumda şirket yabancı kaynak kullanımını yükselterek ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ancak bu düşüş belli bir noktaya kadardır. Şirketin borç kullanımının artması nedeniyle riski arttıkça, şirket ortakları daha fazla kar payı isteyecekler; şirkete borç verenler de ek güvenceler isteyerek faiz oranını dolaylı veya dolaysız olarak yükselteceklerdir.

Şirkete en uygun sermaye maliyeti bir tanedir ve bu noktada, öz sermayenin reel son birim maliyet ile yabancı kaynakların reel son birim maliyetine eşittir. En uygun sermaye maliyetine ulaştıktan sonra şirket yabancı kaynak kullanmaya devam ederse, yabancı kaynak ve öz sermaye maliyetindeki yükseliş nedeniyle, ortalama sermaye maliyeti yükselecek ve şirketin piyasa değeri düşecektir.

2.3.4.16. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller (M-M) yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynıdır. Bu yaklaşıma göre şirketin sermaye yapısı, şirketin sermaye maliyetini ve şirket değerini etkilemez. M-M yaklaşımında karın kullanım biçimi işletmenin değeri açısından önemli değildir. Önemli olan işletmenin kazanma gücüdür. Yatırım kararı şirket değerini etkileyen en önemli etkidir. M-M yaklaşımının temel varsayımları şunlardır:

- a) Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur,
- b) Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır,
- c) Her risk kategorisine giren şirketlerin iş riski aynıdır,
- d) Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

Modigliani-Miller (M-M) yaklaşımına göre:

1. Şirketin piyasa değeri, nakit girişlerinin, riski de dikkate alan bir indirim oranıyla indirgenmiş net bugünkü değeridir.
2. Ucuz yabancı kaynak maliyeti öz sermaye maliyetinin artması ile ortadan kalkacaktır,
3. Yatırımların finanse edilme şeklinin yatırım kararlarına etkisi bulunmamaktadır.

M-M yaklaşımında şirket değeri;

$$FD = \frac{O}{k_e}$$

Kullanılan semboller:

FD: Şirket değeri,

O: Net faaliyet karı,

k_e : Özsermaye kapitalizasyon oranı.

M-M yaklaşımına göre, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisi, riskteki artışın kapitalizasyon oranını artırması sonucu ortadan kalkacak ve şirket değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır.

Diğer taraftan, aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet karları eşit olan şirketlerin değerleri, arbitraj olanağı nedeniyle eşit olacaktır. Arbitraj olanağı, karlılığı nispi olarak düşük olan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatının düşmesine, karlılığı yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatının ise artmasına neden

olacak ve belli bir süre sonra piyasada hisse senetlerinin karlılığı eşit duruma gelecektir.²⁴⁰ Bu görüşe yönelik eleştiriler ise aşağıda verilmektedir:

- Şirketlerin iflas etme tehlikesi, şirketin değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Borçlanmanın kritik bir noktaya ulaşmasından sonra bu etki artacaktır,
- Şirketin piyasadaki diğer şirketlere göre çeşitli nedenlerle daha ucuza borçlanabilmesi, finansal kaldıraç faktöründen fazla yararlanmasına neden olabilecektir. Finansal kaldıraç faktöründen daha çok yararlanan bir şirketin değeri de yüksek olabilecektir,
- Sermaye piyasalarında arbitraj olanakları çeşitli nedenlerle tam olmayabilir. Aynı zamanda hisse senetlerinin satın alınması ve satılmasının da bir maliyetinin olması arbitraj olanaklarını sınırlayabilecektir.

2.4. HALKA ARZ BAŞVURUSU SPK VE İMKB İNCELEMELERİ

Çalışmanın bu bölümünde SPK ve İMKB'ye başvuru ve incelemeleri ile İMKB görüşü ile SPK kaydına alınma üzerine izahnamenin tescili ve izahname ile sirküler ilanı konuları işlenmiştir.

2.4.1. SPK ve İMKB'ye Başvuru

Halka arz talebinde bulunan şirket SPK Ortaklar Finansmanı Dairesine halka açılma başvuru formunda belirlenen ölçütler dikkate alınarak başvuruda bulunurlar. Bu ölçütler;

1. Başvuru formunun tam olarak doldurulması ve formun ekinde talep edilen belgelerin eksiksiz olarak kurula iletilmesi zorunludur.

²⁴⁰ Akgüç, a.g.e., s. 831.

2. İstenilen tüm bilgiler açık bir şekilde belirtilmelidir.
3. Form eklerinde formun bir parçası olduğundan formun doğru bir şekilde doldurulması gereklidir.
4. Form ekleri belirlenen sıra ile gönderilmelidir.
5. Formun tüm sayfaları ve ekleri şirket kaşesi altında kurul nezdinde ortaklığı temsile yetkili kişilerince imzalanması gereklidir.

SPK halka açılma başvuru formunda üç aşamaya bağlı olarak halka açılma gerçekleşir:

- a) İhraççıya ait tanıtıcı bilgiler,
- b) Başvuru formunun ekinde yer alacak bilgiler,
- c) Diğer unsurlar.

İMKB’de işlem görecekt şirketler tarafından, halka arz talebinde bulunabilmek için iki form doldurmalıdır. Bu formlarda şirketin genel bilgileriyle ilgili ve şirketin son durum itibariyle ortaklık yapısı ve sermaye dağıtımıyla ilgili belgeler İMKB’ye sunulmalıdır. Şirketin genel bilgileriyle ilgili formda yer alan unsurlar;

1. Genel bilgiler,
2. Hisse senetlerine ilişkin bilgiler,
3. Halka arz hakkında bilgiler,
4. Halka arzda tahsisatlar,
5. Halka arza ilişkin hukuki görüşler,
6. Kalitatif değerlendirmeler,

7. Kantitatif bilgiler yer almaktadır.

Şirketin son durum itibariyle ortaklık yapısı ve sermaye dağıtımıyla ilgili formda yer alan unsurlar;

1. Ortaklık sermayesinin veya toplam oy haklarının en az % 10'una sahip gerçek ve tüzel kişi ortaklıkların sermaye payları,
2. Ortaklık denetim ve yönetim organlarında görevli pay sahibi kişiler,
3. Ortaklık genel müdür, genel müdür yardımcısı, bölüm müdürü ya da benzer yetki ve sorumluluk veren diğer unvanlara sahip yöneticilerin sermaye payları,
4. Sermaye ya da toplam oy hakkı içinde % 10'dan az paya sahip olmakla birlikte, alt başlığında belirtilen tüzel kişi ortaklıklar ile aynı holding grup ya da topluluk bünyesinde bulunan tüzel kişi ortaklıkların sermaye dağılımı,
5. Diğer ortaklıklara ilişkin sermaye dağılımına bakılır.

2.4.2. SPK ve İMKB İncelemeleri

SPK ve İMKB İncelemeleri aşağıda ayrı ayrı başlıklar halinde ele alınmaktadır.

2.4.2.1. SPK'nun İncelemeleri

SPK'nun yapacağı incelemeler üç başlıkta toplanmaktadır:

- a) İhraççıya Ait Tanıtıcı Bilgiler
- b) Başvuru Formunun Ekinde Yer Alacak Belgeler
- c) Diğer İşlemler

a) İhraççıya Ait Tanıtıcı Bilgiler: Bu bilgilere bakıldığında şirkete ait iletişim bilgileri, ihraççının kuruluşuna ait bilgiler, ihraççının fiili faaliyet konusuna ilişkin bilgiler, ihraççının ortaklık yapısı ve sermayesi hakkında bilgiler, ihraççının finansal duran varlıkları hakkında bilgiler, ihraççının yönetim kurulu üyeleri, üst düzey yöneticileri ve yönetimde söz sahibi olan diğer yöneticiler ile iç denetçilerine ilişkin bilgiler, ihraççının mevcut hukuki sorunları, halka açılma ve yatırımcı ilişkileri birimine ilişkin bilgiler, halka arz bilgileri yer almaktadır.

b) Başvuru Formunun Ekinde Yer Alacak Belgeler: SPK tarafından incelemelerde gerekli görülmesi halinde başvuru formu ekleri farklı olsa da genel olarak aşağıda sayılan ekler kurul kaydına alınma incelemeleri için gerekmektedir. Bu ekler sırasıyla;

- 1) Yetkili organ kararı:** Yönetim kurulu kararının noterce onaylı olması zorunludur.
- 2) Esas sözleşme:** Tek metin haline getirilmiş ve şirket yetkililerince imzalanmış esas sözleşmenin ekler içerisinde bulundurulması zorunludur.
- 3) İhraççıya ilişkin belgeler:** Bunlar, bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları, son genel kurul toplantı tutanağı, imza sirküleri, son üç yıllık kesin bilanço, gelir-gider tablosu, kar dağıtım tablosu ve faaliyet raporları ile varsa başvuru tarihine en yakın ara mali tabloları, son üç yıllık enflasyona göre düzeltilmiş bilanço ve gelir-gider tablosu, mevcut sermayeyi temsil eden paylar hakkında bilgi ve mevcut sermayenin ödendiğine ilişkin mali müşavir raporu ve %5'in üzerinde paya sahip tüzel kişi ortakların ortaklık yapısı hakkında bilgi gerekmektedir.
- 4) Halka arza ilişkin belgeler:** Bu belgeler, halka arz edilecek hisse senedi örneği, örneği kurulun internet sayfasında bulunan, tam ve eksiksiz olarak doldurulmuş izahname ve sirküler seti, aracı kurumla yapılan sözleşme örneği, izahname, yeni pay alma sirküleri ve tasarruf sahipleri sirkülerinin ilan edileceği gazetelerin isimleri ve satış fiyatının yazılı

değerinden farklı olması halinde fiyat tespit raporu, pay bedellerinin yatırılması için nezdinde özel hesap açılan banka tarafından bu durumu kurul'a bildiren yazı,

5) Mevcut hisse senetlerinin halka arzında gerekli olan belgeler: Bu belgeler, halka arz edilecek hisse senetlerinin yazılı tutar ve oranlarını gösterir yazı, ek satış hakkı konusunda, ek satışı yapacak ortaklar ile aracı kuruluşlar arasında yapılan sözleşme örneği, halka arz edilecek hisse senetleri üzerindeki zilyetliğin herhangi bir rehin veya teminat işlemine dayanmadığı konusunda hisse senetlerini halka arz edecek olanların yazılı beyanları, halka arz edilecek hisse senetlerinin tertip, grup, tür ve seri numaraları itibariyle ayrıntılı dökümü, satış anında senet üzerinde bulunacak kar payı ve yeni pay alma kuponlarının yılları ve numaraları ile adetleri ve halka arzdan sonra fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alım yapılmasının düşünüldüğü düşünülmediği hakkında bilgi,

6) Sermaye artırımını yoluyla halka arzda gerekli olan belgeler: Bu belgeler, iç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımının mevzuata uygun olduğuna ilişkin yeminli mali müşavir raporu, Sanayi ve Ticaret Bakanlığında alınan izin belgesi ile genel kurul toplantı tutanağı ve katılanlar cetveli, mevcut sermayenin tesciline ilişkin TTSG örneği ve halka arzdan sonra fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alım yapılmasının düşünüldüğü düşünülmediği hakkında bilgi,

7) Fizibilite etüdü: Kurula yapılacak başvuruda, halka açılmanın gerekliliği, halka açılmadan beklenen sonuçlar, halka açılma maliyeti, halka açılmadan elde edilecek kaynağın kullanım yerleri, ortaklığın yatırım yapmayı planladığı sektörler, ortaklığın stratejik hedefleri, finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi, planlanan faaliyetlerin gerçekleşme derecesi, belirlenen stratejik hedefler karşısında şirketin durumu içinde bulunulan pazarın mevcut durumu, potansiyeli ve rekabet koşulları, şirketin gelecek üç yıla ilişkin projeksiyonları, pazar payını etkilemesi beklenen koşullar ve halka

arzda hisse senetlerinin satılması planlanan yatırımcı kitlesine ilişkin bilgileri de içerecek şekilde hazırlanmış ayrıntılı fizibilite etüdünün başvuru sürecinde Kurula sunulması gerekmektedir.

8) Şirketin faaliyetini tanıtıcı bilgiler: Şirketin fiili faaliyet konusunun hammadde temininden ürünün satış ve dağıtımına kadar geçen süreci içerecek şekilde muhasebe sistemini örneklerle anlatan detaylı açıklama, şirketin ürün çeşitleri ve satış yapılan pazarlara ilişkin bilginin, varsa marka tescil belgelerinin ve son üç yıla ait toplam cironun bu pazarlar arasındaki dağılımına ilişkin bilgilerin istatistiklerle desteklenmek suretiyle başvuru ile birlikte kurula iletilmesi gerekmektedir.

9) Yönetim kurulu üyeleri tarafından düzenlenecek beyanname: Bu beyannameye göre ihraççı işlemleri Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat çerçevesinde yürütüleceğini, söz konusu mevzuata uygunluk sağlamak üzere esas sözleşme değişiklik önerilerinin, bu konudaki kurulun görüşünün alınmasını takiben yapılacak ilk genel kurul toplantısında gündeme alınarak karara bağlanacağını beyan eder.

c) Diğer İşlemler: Bu işlemler altı başlık altında toplanabilir;

- 1) Forma konu talepte aynı konuda geçmiş tarihte yapılan ve reddedilen ya da incelemeden kaldırılan başvurulara ilişkin bilgiler,
- 2) Daha önce alınmış ek süreler,
- 3) Başvuru sürecini etkileyebilecek ya da açıklanması gerekli görülen diğer konular,
- 4) İhraççının bilgilendirme politikası,
- 5) İhraççının temel değerleri,
- 6) İnternet sitesi bilgileri,

2.4.2.2. İMKB'nin İncelemeleri

İMKB'nin yapacağı incelemeler aşağıda çalışılan sekiz başlık altında toplanmaktadır:

1. Şirket Hakkında Bilgiler: Bu bilgiler aşağıdaki şekilde dört başlıkta toplanabilir:

a) **Genel bilgiler:** Şirketin unvanı, ulaşım bilgileri, kuruluş tarihi, faaliyet konusu, faaliyette bulunduğu sektör, bağlı bulunduğu grup, ödenmiş sermayesi ve İMKB ile iletişim için yetkilendirilen personelin iletişim bilgileri ile personelin adı ve soyadını kapsar.

b) **Ortakların paylarına ilişkin bilgiler:** Ortakların mevcut hisse senetlerinin içindeki payları ile birlikte bu hisselerin parasal değeri ve halka arz sonrasında hisse senetlerinin payları ile birlikte bu hisselerin içindeki parasal değer belirtilir.

c) **Sermaye artırımına ilişkin bilgiler:** Bu bilgilere bakılarak sermaye artırımının bedelli veya bedelsiz arttırılacağı belirlenir.

d) Son yıl genel kurulunda karın dağıtılmasına ilişkin karar.

2. Hisse Senetlerine İlişkin Beklentiler: Bu bilgiler şirketin sermayesini temsil eden hisse senetlerinin detayları, sermaye artırımını yoluyla satışı yapılacak payları temsil eden hisse senetleri hakkında bilgiler, ortak satışı yoluyla halka arz edilecek payları temsil eden hisse senetleri hakkındaki bilgiler, varsa ek satış yoluyla halka arz edilecek payları temsil eden hisse senetleri hakkında bilgileri kapsamaktadır.

3. Halka Arz Hakkında Bilgiler: Bu bilgiler aracı kuruluş ismi, halka arz şekli, halka arz tutarı, tahsisler, ek satış hakkı, konsorsiyum lideri ve varsa üyeler, yeni pay alma kuponları, kar payı bilgileri ve şirketin halka arz gelirinin kullanım beyanını içerir.

- 4. Fiyat Tespitine İlişkin Bilgiler:** Aracı kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporundan ibarettir.
- 5. Halka Arzda Ödenekler:** Ödeneklere ilişkin nihai karar izahname ve sirkülerde ilan edilir.
- 6. Halka Arza İlişkin Hukuki Görüşler:** Şirket'in kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunu belgeleyen hukukçu raporu ve görüşü ile şirketin beyanını kapsar. Bu görüş İMKB'ye üst yazı ile gönderilir.
- 7. Kalitatif Değerlendirmeler:** Bu bilgiler aşağıdaki şekilde dört başlıkta toplanabilir:
- a) Faaliyet hakkında genel bilgiler:** Bu bilgiler şirketin faaliyet gösterdiği iş kolunu, şirketin iletişim bilgilerini, şirketin tüm satışlarının değerlerini, satışların sektörlere göre dağılımını, faaliyetler için alınması gereken izin, onay, ruhsat ve belgeleri, yönetim kurulu ve çalışanlara ilişkin bilgileri içermektedir.
- b) Tesislere, üretime ve yatırımlara ilişkin bilgiler:** Şirketin tesisleriyle ilgili bilgiler mevcut tesislerinde üretilen ürün, üretimde kullanılan makineler ve tesislere bakılır. Üretimle ilgili bilgiler hammadde tedarik koşulları, sipariş alma süreci, üretim planlama, kalite kontrol süreci, sevkiyat süreci, kullanılan patentler gibi bilgileri içerir. Yatırımlara ilişkin bilgilerde yatırım beklentileri önem taşır.
- c) Başlıca yurtiçi ve yurtdışı tedarikçileri ve başlıca rakipleri belirtilir.**
- d) Hukuki sorunlara ilişkin bilgiler:** Bu bilgilerde şirketin davacı olduğu ve şirketin davalı olduğu davalar belirtilir.
- 8. Kantitatif Bilgiler:** Bu bilgiler son iki yıla ve içinde bulunulan yılın geçen üçer aylık dönemlerine ait bilanço, gelir tabloları ve satılan malın

maliyeti tabloları yer alır. Bilanço ve gelir tablolarında yer alan bütün diğer başlıklı kalemlere ilişkin detay bilgiler yer alır.

2.4.3. İMKB Görüşünün Gönderilmesi

İMKB uzmanın yaptığı inceleme sonucunda bir rapor yazıp bu raporu şirketin İMKB'nin kotasyon şartlarını sağlayıp sağlamadığı ile ilgili görüşünü aracı kuruluşa bildirir. Şirkete bu raporla ilgili bilgiler aracı kuruluş tarafından iletilir. Ayrıca bu rapor SPK'na da iletilir.

2.4.4. SPK Kaydına Alınma

SPK uzmanı tarafından yapılan incelemeler ışığında hazırlanan rapor ortalar finansmanı dairesine sunulur. Daire raporu değerlendirildikten sonra dairenin görüşü daire başkanı tarafından olumlu veya olumsuz olarak SPK kuruluna sunulur. Böylece kurul tarafında kayda alınmanın reddi ve kabulü kararı verilir. Ret kararı verilmesi durumunda karar aracı kuruluşa bildirilir. Kabul kararı SPK bülteninde yayınlanınca aracı kuruluş teslim alır. Karar şirketin bağlı bulunduğu ticaret odası tarafından kayda alınır üç işgünü içerisinde iki ulusal gazetede izahname yayınlanır.

İMKB'de borsada belirlenen tarih aralığında talep toplanmaya başlanır. Satışı yapıldıktan sonra satış sonucu İMKB merkezi kayıt kuruluşuna bildirildikten sonra ikincil piyasada kot sırası açılır, şirketin hesabına hisse senetlerini arz eden ortaklarına bedelleri yatırıldıktan sonra satın alınan hisse senedi kaydı açılmış olur.

2.4.5. İzahnamenin Tescili ve İzahname ile Sirküler İlanı

SPK kurul kaydına alınma kararı verilen ortaklığın SPK bülteninde yayınlanınca aracı kuruluş idareden kararı alır. Karar şirketin bağlı bulunduğu ticaret odası tarafından tescil edilir ve ticaret sicil gazetesinde yayınlanır, sonrasında üç işgünü içerisinde iki ulusal gazetede izahname ve sirküler yayınlanır.

Halka arz talebinde bulunan şirket İMKB başkanlığına izahname ve sirkülerleri gönderilir. İzahname ve sirküler söz konusu paylar SPK'unda kayda

alınmıştır. Ancak kayda alınma ortaklığın ve hisse senetlerinin kurul veya kamuca iş görmesi anlamına gelmez. Sermaye piyasası kanunu uyarınca izahname ve ekleri ile sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur.

Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilebilir. Bağımsız denetim kuruluşları ise denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumludur. İzahnamede yer alan bilgiler aşağıda sayılan 9 grup altında ve başlıklar halinde çalışılabilir:

1. Ortaklık Hakkında Bilgiler: Bu bilgiler tanıtıcı bilgilerdir ve mevcut sermaye ve paylarıyla ilgilidir.

- a) Tanıtıcı bilgiler; bu bilgiler ticaret unvanı, merkez şube adresleri, fiili yönetim yeri, tescil tarihi, sicil numarası ve ticaret sicil memurluğu, süresi, bilinen ortak sayısı, ortaklığın tabi olduğu yasal mevzuat ve kuruluş amacı belirtilir.
- b) Mevcut sermaye ve paylarıyla ilgili bilgiler, kayıtlı sermaye tavanı ve ödenmiş sermayesi, son iki olağan genel kurul toplantısı ve son durum itibariyle ödenmiş sermayenin %5 ve fazlasına sahip ortaklar ile tüzel kişi ve yabancı ortaklar arasında dağılımı, sermayedeki veya toplam oy içindeki payları %5 ve fazlası olan gerçek kişi ortakların birbiriyle akrabalık ilişkileri, sermayeye dolaylı yoldan sahip olan gerçek ve tüzel kişiler, ihraççı yönetiminde doğrudan ya da dolaylı olarak söz sahibi olan hissedarlar, üç milyon YTL tutarındaki sermayeyi temsil eden payların tertibi, son üç yıl içinde yapılan sermaye artırımları ve kaynakları ile sermaye azaltımları, iptal edilen hisse senedi grupları ve hisse senedi sayısında değişikliğe yol açan diğer işlemlere ilişkin bilgi, ortaklık son on iki ay içinde halka arz veya tahsis yoluyla satılmak suretiyle hisse senedi satışında bulunmuşsa, bu işlemlerin niteliğine, bu işlemlere konu olan hisse senetlerinin sayı ve niteliklerine ve tahsisli satış yapılan gerçek

ve tüzel kişilere ilişkin açıklamalar, ortaklık esas sözleşmesine göre yönetim ve denetim organlarının seçimi, Türk Ticaret Kanunu'nun 402-403'üncü maddeleri uyarınca ihdas edilen intifa senetlerine sağlanan haklar, hisse senetlerinin devir esası, ortaklığın aynı grup paylarının borsaya işlem görüp görmediğine veya böyle bir başvurunun bulunup bulunmadığına ilişkin bilgileri kapsar.

2. Artırılan Sermaye Paylarına İlişkin Bilgiler:

- a) Pay ihracına ilişkin yetkili organ kararları,
- b) Nakit karşılığı artırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek paylar ile ilgili bilgiler,
- c) İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımının dağılımına bakılır,
- d) Bu sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek payların, bu sermaye artırımından sonra yapılacak ve yeni pay alma haklarının kısıtlanmadığı tüm sermaye artırımlarında yeni pay alma hakları bulunacaktır.
- e) Bu artırımda ihraç edilecek imtiyazlı paylar ve imtiyazın niteliği,
- f) İhraç edilecek payların yatırımcılara sağladığı haklar,
- g) Payların devrine ve varsa devirle ilgili kısıtlara ilişkin bilgi,
- h) Yeni pay alma haklarının kısıtlanıp kısıtlanmadığı, kısıtlandıysa kısıtlanma nedenlerine ilişkin bilgi,
- ı) Varsa belli kişilere tahsis edilen hisse senetlerinin ayrı ayrı tutar ve sayısı,
- j) Yeni pay alma hakkının kullanılmasından sonra kalan paylar için tahsis kararı alınıp alınmadığı,
- k) Satın alma taahhüdünde bulunan gerçek ve/veya tüzel kişilerin adı, adresleri ve bir payın satın alma fiyatı,

l) Ortakların yeni pay alma haklarını kullanma esasları,

m) Bedelsiz olarak verilecek hisse senetlerinin dağıtım esasları,

3. Ortaklığın Mevcut Paylarının Satılacağı Kısımının Halka Arz Yoluyla Satışı Hakkında Bilgiler:

a) Paylarını satacak olan ortaklar hakkında bilgiler,

b) Satışı yapılacak paylar ile ilgili bilgiler,

c) Halka arz edilecek imtiyazlı paylar ve imtiyazın niteliği,

d) Halka arz edilecek payların sağladığı haklar: Kardan pay alma hakkı (SPK md.15), tasfiyeden pay alma hakkı (TTK md. 455), bedelsiz pay edinme hakkı (SPK md. 15), yeni pay alma hakkı (TTK md. 394, kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklar için SPK md. 12), genel kurula katılma hakkı (TTK md. 360), genel kurulda müzakerelere katılma hakkı (TTK md. 375, md. 369), oy hakkı (TTK md.373, 374), bilgi alma hakkı (SPK md. 16, TTK md. 362), inceleme ve denetleme hakkı (TTK md. 363), iptal davası açma hakkı (TTK md. 381-384, kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklar için SPK md. 12).

Diğer taraftan, TTK md. 341, 348, 356, 359, 366, 367 ve 376. maddelerinde geçen “azınlık hakları”, ödenmiş sermayenin en az yirmide birini temsil eden pay sahipleri tarafından kullanılır (SPK md. 11).

4. Halka Arz ile İlgili Genel Bilgiler:

a) Halka arz süresi,

b) Satış fiyatı,

- c) Fiyatın tespitinde kullanılan yöntemler, yönetimin ve aracı kuruluşun fiyatlara ilişkin değerlendirmeleri,
- d) Satış yöntemi ve başvuru şekli,
- e) Satışın birden fazla ülkede aynı anda yapıldığı durumlarda, bu ülkelerden birine belli bir oranda tahsisat yapılmışsa buna ilişkin bilgi,
- f) Satışa aracılık edecek ve yüklenimde bulunacak kuruluş ve aracılığın niteliği ve yüklenimde bulunulan payların tutarı ve satışa sunulan toplam paylara oranı, aracı kuruluşlara ve gişe hizmeti veren kuruluşlara ödenecek toplam ücret tutarı ve bunun toplam ihraç maliyeti içindeki payı, yüklenimde bulunulmayan payların yazılı değer ve satış fiyatı üzerinden tutarı.
- g) Başvuru yerleri,
- h) Ortaklığın ödemesi gereken, halka arza ilişkin toplam ve halka arz edilecek hisse senedi başına maliyet,
- ı) Ortaklığın sağlayacağı tahmini net nakit girişi ve kullanım yerleri,
- j) Halka arzda işlem yasağı,
- k) Halka arzda yatırımcılara tahsis ve dağıtım esasları,
- l) Halka arz nedeniyle toplanan bedellerin nemalandırılıp nemalandırılmayacağı, nemalandırılacaksa esasları,
- m) Halka arz edilecek paylar üzerinde, payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya pay sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar bulunup bulunmadığı,
- n) Borsada işlem görme,

- o) Halka arzdan sonra dolaşımdaki hisse miktarının artırılmamasına ilişkin taahhüt,
- ö) Halka arz edilecek payların devrine ilişkin bilgi,
- p) Halka arz sirkülerinin ilan edileceği gazeteler,
- r) Kar payı alma hakkında zamanaşımı,
- s) Ek satış hakkı kullanılıp kullanılmayacağı,
- t) Fiyat istikrarına ilişkin bilgiler,
- u) Yatırımcılardan talep edilecek komisyon ve benzeri giderler,

5. Mali Durumlar ile İlgili Bilgiler:

- a) Ortaklığın seri: XI no: 29 sermaye piyasasında muhasebe standartları hakkında tebliğ hükümlerine göre düzenlenen mali tabloları
- b) Ortaklığın seri: XI no:29 sermaye piyasasında muhasebe standartları hakkında tebliğ hükümlerine göre düzenlenen mali tablolara ilişkin açıklamalarıdır.

6. Yönetime İlişkin Bilgiler:

- a) Ortaklığın genel organizasyon şeması,
- b) Ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin ve kurucuları,
- c) Yönetim kurulu üyelerinin ortaklık dışında yürüttükleri görevler,
- d) Ortaklığının denetim kurulu üyelerinin adı soyadı, görevi, mesleği, adresi, son beş yılda ortaklıkta üstlendiği görevler, sermaye payı/ temsil ettiği tüzel kişilikler,

- e) Ortaklığın Denetim Komitesi üyelerinin; Denetimden sorumlu komite, yönetim kurulu tarafından daha sonra karar alınarak oluşturulacaktır.
- f) Yönetimde söz sahibi olan personelin adı soyadı, görevi, mesleği, adresi, son beş yılda ortaklık dışında aldığı görevler, son durum itibariyle ortaklık dışında aldığı görevler, sermaye payı belirtilir.
- g) Halka açılma sürecini ve yatırımcı ilişkilerini yöneten, ortaklık yönetim kuruluna raporlama yapan, ortaklık yönetim kurulu ile SPK, İMKB ve yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlayan, elektronik ortam da dahil olmak üzere kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetleme ve izleme görevine sahip, halka açılma ve yatırımcı ilişkileri birimine ilişkin bilgi,
- h) Mevzuat ile belirlenenler dışında kamuya hangi bilgilerin açıklanacağını, bu bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkta ve hangi yollardan kamuya duyurulacağını, yönetim kurulu veya yöneticilerin basın ile hangi sıklıkta görüşeceğini, kamunun bilgilendirilmesi için hangi sıklıkla toplantılar düzenleneceğini, ortaklığa yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceğini açıklayan ortaklık bilgilendirme politikası hakkında bilgi,
- ı) Yönetim Kurulu tarafından hazırlanan, genel kurulun bilgisine sunulan ortaklık faaliyetlerinin yürütülmesinde gözetilecek etik kurallar ve varsa bunlarla ilgili uygulamalar,
- j) Ortaklığın internet sitesinin adresi ve sitesinde var olan bilgiler,
- k) Yönetim kurulu başkan ve üyeleriyle genel müdür, genel koordinatör, murahhas üye, murahhas müdür ve genel müdür yardımcıları gibi üst yöneticilere son durum itibariyle sağlanan ücret ve benzeri çıkarların grup şirketlerinden sağlanan menfaatler de dahil toplam tutarı,
- l) Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel koordinatör, murahhas üye, murahhas müdür, genel müdür ve genel müdür yardımcısı gibi üst

yöneticiler ile yönetimde söz sahibi personelin, son hesap dönemi ve son durum itibariyle ortaklıkla yaptıkları, ortaklığın normal faaliyet konusuna girmeyen işlemlerden kaynaklanan alım/satımlar ve bu işlemlerden sağladıkları çıkarların nitelikleri ve tutarları bilgileridir.

m) Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel koordinatör, murahhas üye, murahhas müdür, genel müdür ve genel müdür yardımcısı gibi üst yöneticiler ile yönetimde söz sahibi personelin, son hesap dönemi ve son durum itibariyle ortaklıkla yaptıkları, ortaklığın normal faaliyet konusuna giren işlemlerden kaynaklanan alım/satımlar ve bu işlemlerden sağladıkları çıkarların nitelikleri ve tutarları,

7. Faaliyet Hakkında Bilgiler:

- a)** Faaliyet gösterilen sektör, fiili faaliyet konusu ve ortaklığın sektör içindeki yeri,
- b)** Ortaklığın her bir ana ürün grubu için ayrı ayrı olmak üzere, gerçekleştirilen mal ve hizmet üretim miktarları ve önceki döneme göre değişimi,
- c)** Ortaklığın her bir ana ürün grubu için ayrı ayrı olmak üzere, işletmenin dönem içinde gerçekleştirdiği mal ve hizmet satış miktarları ve önceki döneme göre değişimi,
- d)** Kullanılan üretim veya imalat teknolojisine ilişkin özet bilgi,
- e)** Geçmiş üç yıl ve son durum itibariyle çalışan personelin belli başlı faaliyet alanları itibariyle dağılımı,
- f)** Ortaklığın sahip olduğu gayrimenkullere ilişkin, maddi duran varlık hareketleri, patent, lisans, sınai-ticari, mali vb. anlaşmalara ilişkin özet bilgi, planlanan önemli yatırımlara ilişkin bilgi bilgileridir.

8. Grup Hakkında Genel Bilgiler:

- a) Grup şirketlerinin faaliyet konuları ve ortaklığın grup içindeki yeri,
- b) Ortaklığın ortakları, iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve diğer grup şirketleri ile olan borç-alacak ilişkisi,
- c) Son hesap dönemi ve son durum itibariyle Ortaklık tarafından iştirak, bağlı ortaklık ve diğer grup içi ortaklıklara ödenen ve alınan, danışmanlık, yönetim vb. hizmet ücretleri hakkında bilgi ve ödenen /alınan tutarlar,
- d) Ortaklık yöneticilerine, Ortaklık ve grup içi diğer ortaklıklar tarafından verilen kredilerin son hesap dönemi ve son durum itibariyle tutarı, uygulanan faiz oranı ve yöneticiler adına verilen, faaliyet konusu ile ilgili olan ve olmayan garantiler,
- e) Ortaklar, bağlı ortaklık, iştirakler ve diğer grup şirketlerinden alınan ve bunlara ödenen faiz, kira ve benzerleri,

9. Hisse Senetleriyle İlgili Vergilendirme Esasları:

- a) Hisse senetlerinin elden çıkarılması karşılığında sağlanan kazançların vergilendirilmesiyle ilgili bilgi,
- b) Hisse senetleri kar paylarının ve kar payı avanslarının vergilendirilmesiyle ilgili bilgi,

Sirküler yer alan bilgilere bakıldığında;

1. Payların Halka Arzına İlişkin Bilgiler

- a) Başvuru şekli,
- b) Başvuru yerleri,

- c) Payların teslim şekli ve kar payı hakları,
 - d) Payların yatırımcılara tahsis ve dağıtım esasları,
 - e) Yatırımcılardan halka arz nedeniyle toplanacak bedellerin nemalandırılıp nemalandırılmayacağı, nemalandırılacaksa esasları,
 - f) Yatırımcıdan talep edilecek komisyon ve benzeri giderler,
 - g) Aracı kuruluş ve gişe hizmeti veren kuruluşlara ödenen toplam ücret tutarı ve bunun toplam halka arz maliyeti içindeki payı,
 - h) Ortaklığın sağlayacağı tahmini net nakit girişi ve kullanım yerleri,
2. Mali Duruma İlişkin Bilgiler: Ortaklığın seri: XI no:29 Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ / Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Hükümlerine Göre Düzenlenen Mali Tablolara ait bilgiler,

3. Diğer Hususlar.

2.5. HALKA ARZ TALEBİNİN TOPLANMASI SATIŞ VE SONUÇ İŞLEMLERİ

Çalışmanın bu bölümünde ön talep ve talep toplama, satış sonuçlarının İMKB'ye Verilmesi, İMKB Yönetim Kurulu'nun nihai kararı üzerine İMKB'de işlem görmeye başlanması konuları işlenmiştir.

2.5.1. Ön Talep Toplama Faaliyetleri

Yatırımcıların hisselerine olası taleplerini öğrenmek amacıyla her hangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık olmaksızın aracı kuruluşlar tarafından ön talep toplanabilir. Ön talep toplama süresi 30 günden fazla olamaz.

2.5.2. Talep Toplanması

Kurul kaydına alınan hisse senetlerinin kurul tarafından onaylanan izahnamesiyle birlikte kayıt belgesi tarihinden itibaren on beş gün içinde ortaklığın bulunduğu ticaret siciline ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmesi zorunludur.

Tescil ve ilandan sonra 15 gün içerisinde izahname ve tasarruf sahipleri için sirküler basın yayın yolu ile yatırımcılara duyurularak hisse senetlerinin alımı için yatırımcılara davette bulunur.

2.5.3. Satış Sonuçlarının İMKB'ye Verilmesi

Satış işlemi tamamlandıktan sonra halka arza ilişkin satış sonuçları aracı kuruluş tarafından şirket hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların bilgileri SPK'ya ve borsaya iletilir. Halka arz sonuçları ile birlikte şirket hakkında hazırlanan son raporun incelenmesi sonucunda, borsa yönetim kurulu şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında nihai kararı verir.

2.5.4. Borsa Yönetim Kurulu'nun Nihai Kararı

Borsa birincil piyasada halka arz yönteminin kullanılması halinde, hisse senetleri kurul kaydına alındıktan sonra ilk borsa yönetim kurulu toplantısında şirketin işlem görme başvurusu görüşülerek borsa yönetim kurulu kararı ile birincil piyasada halka arza müsaade edilir. Borsada halka arza Borsa Yönetim Kurulu'nun karar tarihinden bir hafta sonra başlanabilir. Borsada halka arz, izahnamede belirtilen süre içinde gerçekleştirilir. Söz konusu sürenin tamamlanmasından sonra veya süre dolmadan satış tamamlanmış ise satışın bittiği işgünü, şirket hisse senetleri ikincil piyasada işlem görmeye başlar.

2.5.5. Borsa'da İşlem Görmeye Başlanması

Borsa Yönetim Kurulu'nun nihai kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa tarafından gerekli görülen diğer bilgiler Borsa Günlük

Bülteni'nde ilan edilir. Borsa dışı satışlarda ilanı izleyen iki işgününden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işleme alınmaktadır.

Halka arz süreci ve yapılacak öz hazırlıkların belirli süreçler dahilinde ve bir düzen içerisinde yapılması gerektiği literatür bulguları arasında yer almıştır. Bunlar halka açılmada öylesine işlemsel adımlardır ki halka açılma ancak SPK ve İMKB incelemeleri sonunda alınabilecek onay ile gerçekleşebilmektedir. Bu prosedürler bir yandan halka arzın finansman profesyonelliği açısından gerekliliklerini düzenler iken diğer yandan para piyasasından sermaye piyasasının finansman piyasasına doğrudan (örneğin bankacılık açısından mevduat-kredi halkasının ikisini birden düzenleyen) sağlanan fon akışının sağlıklılığını da denetlemektedir. Yatırımcının sağlıklı karar verebilerek halka arza katılması ile bir şirketin finansmanının sağlanması düzenekleri yerine getirilmesi bir anlamda asgari koşullar olarak değerlendirilmişlerdir.

Bir şirketin halka arz sürecinin işlendiği ikinci bölüm tamamlanarak İMKB'de halka arz uygulamalarının analizinin yapıldığı üçüncü bölüme geçilmiştir.

3. İMKB'DE HALKA ARZ UYGULAMALARININ ANALİZİ

Uygulamanın yapıldığı çalışmanın üçüncü bölümünde araştırma yöntemi, İMKB betimleyici pilot çalışma, İMKB'de halka açık şirketlerin durum analizi ve analiz sonuçlarının değerlendirilmesi yapılmıştır.

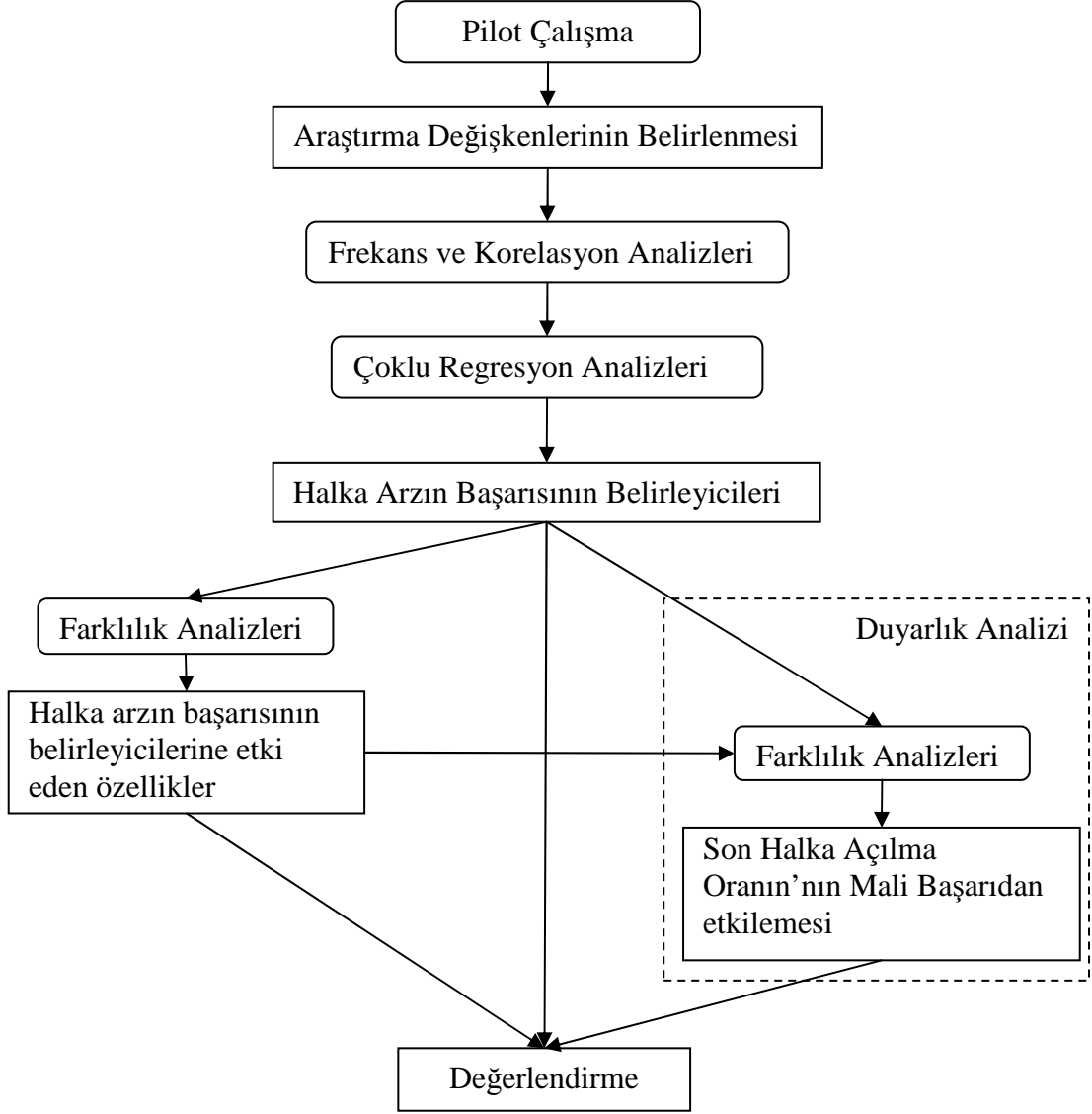
3.1. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Araştırma yönteminin çalışıldığı bu bölümde önce araştırmanın modeli, amacı ve soruları üzerinde durulmuştur. Sonra, veri toplama ile araştırma değişkenleri ele alınmış olup varsayımlar ve sınırlılıklar işlenerek, kullanılan analiz yöntemleri çalışılmıştır.

3.1.1. Araştırma Modeli

Araştırma modeli çalışması önce bir pilot çalışmanın sonucuna dayalı olarak araştırma değişkenlerinin seçilmesi ile başlamıştır. Daha sonra toplanan verilere dayanarak araştırma alanını tanınmış ve gerekli ilişki analizleri için nedensellik testlerinin öncülü olan korelasyon analizleri yapılmıştır. Araştırma daha sonra yürütülen çoklu regresyon analizlerinin sonucuna göre halka arz uygulamalarının başarısının belirleyicileri ve bu belirleyicilerin betimleyicilerinin incelenmesi üzere tasarlanmıştır. Araştırma, betimleyicilerin, serbest değişkenlere (belirleyicilerin ve betimleyicilerinin dışında kalan araştırma değişkenlerine) göre farklılaşmalarının incelenerek yürütülmesini öngörmüştür. Bu farklılaşma analizlerini Mali Başarının farklılaşmasına yönelik duyarlık analizi tamamlamıştır. Araştırma modelinin son adımı sonuçların değerlendirilmesidir.

Araştırmanın yukarıda sözü edilen süreçlerinin kavramsal öğelerine göre grafik olarak ele alındığı araştırma modeli aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 3.1. Araştırma Modeli

Aşağıdaki bölümlerde yukarıdaki şekilde verilen araştırma modelinin öğeleri ve bunlara ait adımlar çalışılmıştır.

3.1.2. Araştırmanın Amacı ve Araştırma Soruları

Araştırmanın amacı İMKB’de halka arz uygulamalarını ele almak ve analiz etmektir.

Araştırmanın bu amacına yönelik olarak iki araştırma sorusu vardır ve bunlara bağlı olarak iki araştırma alt sorusu da geliştirilmiştir.

Araştırma Sorusu (1):

Halka arz uygulamalarının başarı koşulları hangi unsurlara dayanmaktadır?

(Halka arz başarısının belirleyicileri nelerdir?)

Araştırma Sorusu (2):

Halka arz başarısının belirleyicilerini betimleyen unsurlar nelerdir?

(Halka arzın başarısının betimleyicileri nelerdir?)

Araştırma alt sorusu (1):

Halka arzın başarısının belirleyicileri nelerden etkilenmektedir?

Araştırma alt sorusu (2):

Son halka arz oranı mali başarıdan (sermayeye dayalı) etkilenmekte midir?

3.1.3. Veri Toplama

Araştırmanın pilot çalışması için anket yöntemi ile veriler toplanmıştır. Uygulama çalışması için ise veriler İMKB kaynaklarından toplanmıştır.

Pilot Çalışma Verilerinin Toplanması

Pilot çalışmanın verileri anket yöntemi ile toplanmıştır. Anket formunda 16 adet çoktan seçmeli soru yer almıştır. Veriler İMKB'deki şirketlerin çalışanlarından toplanmıştır (anket çalışması İMKB'deki şirketlerin çalışanlarına uygulanmıştır).

Uygulama Çalışması Verilerinin Toplanması

Uygulama çalışmasının verileri İMKB kaynaklarından (ikincil kaynaklardan) elde edilmiştir.

3.1.4. Araştırma Değişkenleri

Yapılan literatür taramasında elde edilen bilgilere, İMKB vak'a çalışmasının sonuçlarına ve İMKB pilot çalışmasından elde edilen bilgilere dayanılarak aşağıda sıralanan 10 adet araştırma değişkeni seçilmiştir (Seçilmiş Değişkenler):

Değişkenler:

- Yıl Önce
- Halka Arz Şekli
- Aracılık Şekli
- Satış Yöntemi
- Halka Arz Oranı
- Toplam Hasılat
- Yatırımcı Sayısı
- Yatırımcı Başına Hasılat
- Mali Başarı
- Son Halka Açılma Oranı

Not: Toplam Hasılat ve Yatırımcı Başına Hasılat değerleri Amerikan Doları olarak.

3.1.5. Varsayımlar ve Sınırlılıklar

Araştırma bir dizi varsayımlara dayandırılmış ve bazı sınırlılıklara tabi olmuştur. Bu hususlar aşağıda ele alınmaktadır.

Varsayımlar

Araştırmanın varsayımları aşağıda sıralanmıştır:

- Araştırmada İMKB üyesi olan şirketlerin üyelerinin uygulanan ankete doğru ve dürüst cevaplar verdikleri varsayılmıştır.
- Uygulama verilerinin alındığı İMKB kaynaklarında doğru ve gerçeğe uygun verilerin yer aldığı varsayılmıştır.

Sınırlılıklar

Araştırma aşağıda belirtilen sınırlılıkları haizdir:

- Araştırma araştırmacının olanakları ile sınırlıdır.
- Araştırma İMKB ve SPK uygulamaları ile sınırlıdır.
- Araştırma verileri 2000-2009 yılları arası döneme (araştırma dönemi) odaklanmıştır.

3.1.6. Kullanılan Analiz Yöntemleri

Çalışmada aşağıda sayılan analizler ve araçlar kullanılmıştır.

Analizler:

- Frekans analizi
- Korelasyon analizi
- Çoklu regresyon (doğrusal) analizi
- Tek yönlü varyans analizi ANOVA
- Çoklu karşılaştırma analizleri (Scheffe ve LSD)

Araçlar:

Araştırmada verilerin işlenmesinde SPSS (Statistical Package for Social Sciences) Versiyon 16 bilgisayar paket programı kullanılmıştır.

3.1.7. Önceki Araştırmalar

Konu ile ilgili olarak önceden yapılmış bazı tez çalışmalarına ait bilgiler toplanarak özet olarak aşağıda verilmiştir.

Halka açılmanın incelendiği bir çalışmada, halka açılmanın nedenleri, halka açılmanın yararları ve sakıncaları, Türkiye'de halka açılma süreci, yasal düzenlemeler ve halka açılmanın önemli bir aşaması olan hisse senedi değerinin bulunması üzerinde durulmuştur. Ayrıca, 1990-1996 döneminde halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin değerinin bulunmasında kullanılan yöntemler araştırılmıştır.²⁴¹

Başka bir çalışmada, Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmesine önemli katkılar sağlayacağı düşünülen halka açılma olgusu ve yöntemleri, çeşitli yönleriyle incelenmiş ve şirketlerin finansal yapılarına etkileri saptanmaya çalışılmıştır. Bu amaçla, 1998 yılında halka açılmış 7 şirket örnek alınarak finansal yapı analizlerine tabi tutulmuştur. Araştırmada halka açılmanın şirketlerin finansal yapılarına olumlu katkı yapması beklentisinin aksi yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Bu durum iki nedene bağlanmıştır: (a) çalışmanın yapıldığı 1995-2001 yılları arasında özellikle 1998 yılından sonraki dönem şirketlerin Türkiye'de yaşanan makroekonomik şoklardan oldukça fazla etkilenmesi ve (b) menkul kıymetler borsasının yeterince gelişmemiş olması. Analizde; Oran analizi, yatay (trend) analizi, büyüme oranları analizi gibi temel analiz yöntemleri ile çok boyutlu istatistik yöntemleri gibi teknik analiz yöntemleri kullanılmıştır.²⁴²

²⁴¹ Murat Koçyiğit, **Şirketlerin Halka Açılması ve Türkiye'de Halka Açılan Şirketlerde Kullanılan Değerleme Yöntemleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, T. C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 1997, s. 178-185.

²⁴² Abdulkadir Albez, **Halka Açılmanın Anonim Şirketlerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, T.C. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 2003, s. 164-166.

Ayrıca başka bir çalışmada, seçilmiş halka açılan işletmelerin 1994-2001 yılları arasında halka arz döneminden önce tahakkuklarını artırarak kârlarını yükseltmeye başladıkları, halka arz yılında ise tahakkuklarını en yüksek seviyelere çıkardıkları görülmüştür. Halka arz döneminden sonra ise tahakkukların halka arz öncesi seviyelerine yakın seviyelere düştüğü görülmüştür.²⁴³

3.2. İMKB'DE PİLOT ÇALIŞMA

Araştırmanın uygulama bölümünün kapsamını ve hedefini yerinde ve uygun şekilde tasarlayabilmek için İMKB'de yer alan şirketler üzerinde bir pilot çalışma yürütülmüştür. Bu çalışma literatür bilgileri ile uygulama bilgileri arasında köprü oluşturabilecek nitelikte tasarlanmıştır. İMKB halka arz, aracılık ve satış yöntemleri verileri bu amaca yönelik olarak düzenlenerek incelenmiş ve şirketlerin görüşleri tarama (*survey*) yöntemi ile anket tekniği kullanılarak yürütülmüştür. Anket çalışmasında kullanılan sorular araştırma amacı açısından araştırma alanının taranmasına yönelik olmuştur.

3.2.1. İMKB'de Halka Arz, Aracılık ve Satış Yöntemlerinin Analizi

Bu bölümde İMKB'deki halka arz, aracılık ve satış yöntemleri çeşitli istatistik verileri kullanılarak amaca yönelik analiz edilmiştir.

3.2.1.1. Halka Arz Yöntemlerinin Analizi

Şirketlerin ihraç edeceği hisse senedinin halka arz yönteminin ne olduğu konusu, en az aracılık yöntemi kadar önemlidir. Burada kullanılacak yöntem şirketin değerlendirme fiyatını doğrudan etkileyebileceği gibi yatırımcıların da şirket hisse senetlerine olan talebini olumlu veya olumsuz etkiler. Bu yöntemler üç başlık altında toplanarak aşağıda ele alınmaktadır.

²⁴³ Osman Yükseltürk, *İşletmelerde Kârı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Kârı Yüksek Gösterme Eğilimleri*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Denetim Doktora Programı, İstanbul, 2006, s. 238-244.

3.2.1.1.1. Mevcut Hissedarların Hisse Senetlerini Halka Arz Etmeleri

Mevcut hissedarların hisse senetlerini halka arz etmeleri yönteminde, ortaklıklardaki mevcut hissedar/hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler. Bu tür halka arz yönteminde halka arz sonrası şirkete yabancı kaynak girişi olmamakta satış tamamen ortakların kendi hisse senetlerini halka satmaları yoluyla gerçekleşmektedir. Bu yöntem 1990 yılların başında yapılan halka arzlarda yoğun olarak kullanılan bir arz yöntemi olup 2000 yılı sonrası bu yöntem ile halka arz azalmıştır.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin kullanmış oldukları aracılık yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.1. Ortak Satışı Yöntemi İle Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yöntemleri

Aracılık Yöntemleri	N
Bakiyeyi Yüklenim	39
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	5
En iyi gayret	-
Toplam	44

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB'de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arzdan 44 şirket halka arz yöntemi olarak mevcut ortaklardan hisse senedi satışı yolu ile halka açılmıştır. Yine bu dönem arasında bu 44 şirketin 39 adedi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi yoluyla halka açılmış, 5 adet şirket kısmi bakiyeyi yüklenim yöntemini kullanmış, en iyi gayret aracılık sözleşmesi yoluyla halka arz edilen şirket olmamıştır.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzların satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.2. Ortak Satışı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Satış Yöntemleri

Satış Yöntemleri	N
Borsada Satış	12
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	3
Sabit Fiyatla Talep Toplama	29
Toplam	44

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında halka arzı yapılan 44 şirketin halka arz yöntemi olan ortak satışı yöntemini kullanmıştır. Bunlar arasında 12 şirket satış yöntemi olarak borsada satış yöntemini kullanmış, 3 şirket fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla satış yöntemini kullanmış, 29 şirket ise sabit fiyatla satış yöntemini kullanmıştır.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hasılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hasılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.3. Ortak Satışı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	41,45
Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	73.277.122
Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	26.506
Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat	11.286

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre ortak satışı yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %41,45 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan

şirketlerin halka arz ortalama hasılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerindeki gösterir) 73.277.122 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Ortak satışı yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 26.506 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 11.286 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

3.2.1.1.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı yöntemiyle halka arz aşağıda sayıldığı şekilde yapılabilir:

- a) Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü öncelik haklarını (mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilir.
- b) Sermaye artırımında ortaklarca öncelik hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği " ile düzenlenmiştir.²⁴⁴ Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK'na başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır:

- a) Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde değişiklik tasarisını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını alır.
- b) TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

²⁴⁴ Seri: I, 26 Numaralı **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği** (15.11.1998, 23524 sayılı T.C. Resmi Gazete).

Sermaye artırımını yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak belirtilmiş sermayeye oranının en az aşağıda sayıldığı oranlarda olması gerekir:

- Sermayeleri 14.200.000 TL kadar olan ortaklıklar için %25,
- Sermayeleri 14.200.000 TL ile 70.800.000 TL arasında olan ortaklıklar için %15,
- Sermayeleri 70.800.000 TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5.

Aşağıdaki tabloda sermaye artırımını yolu ile yapılan halka arz yönteminde kullanılan aracılık yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.4. Sermaye Artırımını Yöntemi İle Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yöntemleri

Aracılık Yöntemleri	N
Bakiyeyi Yüklenim	78
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	-
En iyi gayret	6
Toplam	84

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz’dan 84 şirket halka arz yöntemi olarak sermaye artırımını yolu ile halka açılmıştır. Bu şirketlerden 78 şirket bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile halka arz edilmiş, 6 şirket en iyi gayret aracılık sözleşmesi ile halka arz edilmiş, kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmesi ile ise halka arz yapılmamıştır.

Aşağıdaki tabloda sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlarda kullanılan satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.5. Sermaye Artırımı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri

Satış Yöntemleri	N
Borsada Satış	9
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	1
Sabit Fiyatla Talep Toplama	74
Toplam	84

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1994-2006 yılları arasında yapılan 84 şirketin halka arz yöntemi olan ortak satışı yönteminden 9 şirket satış yöntemi olarak borsada satış yöntemini kullanmış, 1 şirket fiyat aralığı ile talep toplama yolu ile satış yöntemini kullanmış, 74 şirket ise sabit fiyat ile satış yöntemini kullanmıştır.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hasılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.6. Sermaye Artırımı Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
Sermaye Artırımı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	22,30
Sermaye Artırımı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	13.027.375
Sermaye Artırımı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	33.852
Sermaye Artırımı yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat	2.929

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre sermaye artırımı yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %22,30 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hasılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerindeki de gösterir) 13.027.375 (Amerikan Doları) olarak

gerçekleşmiştir. Sermaye artırımı yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 33.852 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 2.929 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

3.2.1.1.3. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması

Yukarıda belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması olanağı vardır. Bu sayede hem ortak hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde edebilecektir. Aşağıdaki tabloda sermaye artırımı ve ortak satışı yönteminin birlikte kullanıldığı yöntemlerde kullanılan aracılık sözleşme türlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.7. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanıldığı Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yöntemleri

Aracılık Yöntemleri	N
Bakiyeyi Yüklenim	32
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	4
En iyi gayret	-
Toplam	36

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arzdan 36 şirket halka arz yöntemi olarak sermaye artırımı ve ortak satışı yönteminin birlikte kullanıldığı yöntem ile halka açılmıştır. Bu şirketlerden 32 şirket bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi yoluyla halka açılmış, 4 şirket kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile halka açılmış, en iyi gayret aracılık yöntemini kullanan olmamıştır.

Aşağıdaki tabloda sermaye artırımı ve ortak satışı yönteminin birlikte kullanıldığı halka arz yönteminde kullanılan satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.8. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanıldığı Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri

Satış Yöntemleri	N
Borsada Satış	2
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	5
Sabit Fiyatla Talep Toplama	29
Toplam	36

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan toplam 36 şirketin halka arz yöntemi olan sermaye artırımını ve ortak satışı yönteminin birlikte kullanıldığı gösterilmektedir. Satış yöntemlerinin dağılımı incelendiğinde 2 şirketin borsada satış yöntemini kullanarak halka açıldığı, 5 şirketin fiyat aralığı ile talep toplama yolu satış yöntemini kullandığı, 29 şirketin ise sabit fiyatla satış yöntemini kullanarak halka açıldığı görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hâsılat dağılımı görülmektedir.

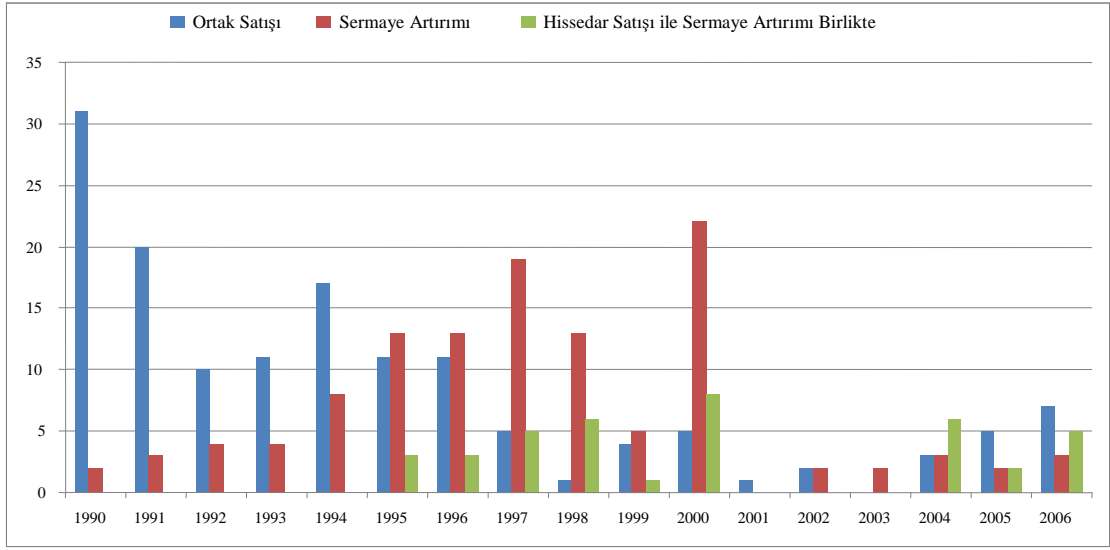
Tablo 3.9. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanıldığı Halka Arzlarda Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	32,34
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hâsılat oranı (Amerikan Doları)	77.086.157
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	32.946
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hâsılat	15.923

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre sermaye artırım ve ortak satışı yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %32,34 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hasılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerini de gösterir) 77.086.157 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Sermaye artırım yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 32.946 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 15.923 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

Halka arz yöntemi bir halka arzın başarılı olması açısından pek çok önemli bilgiler vermektedir. Ortak satışı yolu ile yapılan halka arzlar günümüzde yatırımcıların itibar etmemelerinin en önemli nedeni halka arz gelirinin şirket sermayesine bir katkıda bulunmaması şirketin mevcut finansal pozisyonunu kuvvetlendirmemesi yatmaktadır. Bunun bir sonucu da halka arz geliri ile yapılacak yeni bir yatırım, kapasite artırım veya yeni bir ürünün piyasaya verilmesi gibi yatırımcılarda gelecek ile ilgili heyecan yaratacak beklentilerini ve risk iştahlarını motive edecek en önemli unsurdan yoksun olmuş oluyor. Bu yöntemin halka arz için olumsuz algılanmasının tek istisnası özelleştirme dâhilinde yapılan halka arzlar oluşturuyor. Yatırımcılar arasında yapılan ilk halka arz beklenti anketinde bu yaklaşım açıkça görülmektedir. Aşağıdaki şekilde görüldüğü gibi yatırımcılar arz yöntemleri içinde en az ortak satışı yöntemini tercih etmektedirler.



Şekil 3.2. Halka Arz Yöntemi Dağılımları (1990-2006)

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki şekilde 1990-2006 yılları arasında yapılan 301 adet halka arz'ın yöntem dağılımları görülmektedir tablodan da anlaşılacağı üzere 1990-1995 yılları arasında yapılan halka arzların büyük çoğunluğu ortak satışı şeklinde gerçekleşmiştir. 1995-2000 yılları arasında ise sermaye artırımı yoluyla halka arzların ağırlık kazandığı görülmektedir. 2000-2006 yılları arasında ise her iki yöntemin birlikte kullanıldığı görülmektedir.

3.2.1.2. Halka Arza Aracılık Türlerinin Analizi

İMKB'de yapılan halka arz yöntemleri ikiye ayrılmaktadır bunlara ilişkin detaylı bilgi aşağıda verilmektedir.

3.2.1.2.1. En İyi Gayret Aracılığı

SPK'na göre, en iyi gayret aracılığı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı üstlenmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder.²⁴⁵ En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluş tarafından

²⁴⁵ 19 Numaralı **Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar** Tebliği Madde 30 (01.03.1995 tarih, 22217 sayılı T.C. Resmi Gazete).

satılan menkul kıymetlerin bedeli, satış süresini izleyen iş günü sonunda ihraç eden şirkete veya halka arz edene tam ve nakden ödemek zorundadır. Eğer, aracılık sözleşmesinde bedelin ödenmesi konusunda bir süre belirtilmişse, ödeme sözleşmede belirtilen sürede yapılacaktır.

Aşağıdaki tabloda en iyi gayret aracılığı yöntemi ile yapılan halka arzların arz yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.10. En İyi Gayret Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri

Arz Yöntemleri	N
Ortak Satışı	-
Sermaye Artırımı	6
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	-
Toplam	6

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin halka arz yönteminden 7 şirketin halka arz yöntemi en iyi gayret aracılık yöntemi kullanılmıştır. Bunlardan bir şirketin kuruluşu tedrici kuruluş olduğu için değerlemeye katılmamıştır. En iyi gayret aracılık arz yöntemi ile yapılan halka arzlardan halka arz yöntemi olarak ortak satışı yöntemini kullanan olmamış, 6 şirketin halka arz yöntemi sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemi kullanılmış, sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla ise halka arz yapılmamıştır.

Aşağıdaki tabloda en iyi gayret aracılığı yöntemini kullanarak halka açılan şirketlerin kullandıkları satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.11. En İyi Gayret Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri

Satış Yöntemleri	N
Borsada Satış	2
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	1
Sabit Fiyatla Talep Toplama	3
Toplam	6

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre en iyi gayret aracılık yöntemi ile yapılan 6 halka arzın satış yöntemlerinin dağılımı incelendiğinde 2 şirketin borsada satış yöntemi ile halka arz yöntemini kullandığı, 1 şirketin ise fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla satış yöntemini kullandığı, 3 şirket ise sabit fiyat ile satış yöntemini kullanarak halka açıldığı görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hasılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.12. En İyi Gayret Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
En İyi Gayret aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	24,84
En İyi Gayret aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	5.868.187
En İyi Gayret aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	814
En İyi Gayret aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat (Amerikan Doları)	10.664

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre en iyi gayret aracılık yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %24,84 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hasılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin

halka arz büyüklüklerini de gösterir) 5.868.187 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Sermaye artırımı yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 814 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 10.664 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

3.2.1.2.2. Aracılık Yüklenimi

Bu yöntemde aracı kuruluş tarafından satışı yapan şirkete halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının veya belli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir. Bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim şeklinde başlıca iki tür bulunmakla birlikte taahhüt kısmi olarak da gerçekleştirilebilir. Bu kapsamda aracılık yüklenimi, aşağıda sıralanan şekilde yapılabilirler:

a) Bakiyeyi Yüklenim; Halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının taahhüt edildiği aracılık yöntemidir.

Aşağıdaki tabloda bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi yoluyla halka açılan şirketlerin halka arz yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.13. Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri

Arz Yöntemleri	N
Ortak Satışı	39
Sermaye Artırımı	78
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	32
Toplam	149

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin halka arz yönteminden 150 şirketin halka arz yöntemi

bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemi kullanılmıştır. Bunlardan bir şirketin kuruluşu tedrici kuruluş olduğu için değerlemeye katılmamıştır. Bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesini kullanan şirketlerden 39 şirket ortak satışı yöntemi ile halka arz edilmiş, 78 şirket sermaye artırımını halka arz yöntemi ile halka arz edilmiş, 32 şirket ise sermaye artırımını ve ortak satışı yöntemlerinin birlikte kullanıldığı arz yöntemi ile halka arz edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda en iyi gayret aracılık yöntemi kullanılarak halka açılan şirketlerin satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.14. Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri

Satış Yöntemleri	N
Borsada Satış	17
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	4
Sabit Fiyatla Talep Toplama	128
Toplam	149

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre toplam 149 şirketin bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemi ile halka açılan şirketlerin satış yöntemleri dağılımları incelendiğinde 17 şirketin satış yöntemi borsada satış yöntemi kullanılarak halka açıldığı, 4 şirketin fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla halka arz edilmiş olduğu, 128 şirket ise sabit fiyatla satış yöntemi kullanılarak halka arz edilmiş olduğu görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hâsılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.15. Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	28,15
Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	22.038.817
Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	31.773
Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat	6.977

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %28,15 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hasılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerini de gösterir) 22.038.817 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Sermaye artırımı yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 31.773 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 6.977 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

b) Tümenü Yüklenim: Halka arz yoluyla satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının taahhüt edildiği aracılık yöntemidir.

c) Kısmen Bakiyeyi Yüklenim; Halka arz yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının bir kısmının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının taahhüt edildiği aracılık yöntemidir. Kısmen bakiyeyi yüklenim, bedeli satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapanın üstlenmesi suretiyle de gerçekleştirilebilir.

Aşağıdaki tabloda kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile yapılan halka arzların arz yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.16. Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri

Arz Yöntemleri	N
Ortak Satışı	5
Sermaye Artırımı	4
Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı Birlikte	0
Toplam	9

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1994-2006 yılları arasında yapılan 218 halka arz edilen şirketin halka arz yönteminden 9 şirketin halka arz yöntemi kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemi kullanılarak halka arz edilmiştir. Bunlardan 5 şirketin halka arz yöntemi ortak satışı yöntemi kullanılarak gerçekleşmiş, 4 şirket sermaye artırımı arz yöntemi ile halka arz edilmiş, sermaye artırımı ve ortak satışının birlikte kullanıldığı yöntem ile halka arz yapılmamıştır.

Aşağıdaki tabloda kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi yoluyla halka arz edilen şirketlerin satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.17. Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri

Satış Yöntemleri	N
Borsada Satış	4
Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Satış	4
Sabit Fiyatla Satış	1
Toplam	9

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile yapılan halka arzların satış yöntemlerini uygulayan toplam 9 şirketin dağılımına bakıldığında borsada satış yöntemi ile 4 şirketin halka arz edildiği, 4 şirketin fiyat teklifi alma satış yöntemi ile halka arz edilmiş olduğu, sabit fiyat ile satış yöntemini 1 şirket kullanmış olduğu görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hâsılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.18. Kısmi Bakiyeyi Yüklenim Aracılık Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	57,56
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	419.400.193
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	41.919
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim aracılık yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat (Amerikan Doları)	19.830

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %57,56 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hasılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerini de gösterir) 419.400.193 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Sermaye artırımı yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 41.919 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların ortak satışı yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 19.830 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

Halka arzlarda, aracılığın en iyi gayretle mi yapılacağı, yoksa kısmi veya toptan yüklenimin mi taahhüt edileceği satışı yapan ile aracı kuruluş arasında kararlaştırılır. Burada satışı yapanın hedefleri ve eğilimleri ağırlıklı olarak rol oynar.

Ancak, özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklarda, “hissedarların” sahip oldukları hisse senetlerinin halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla yapılan halka arzlarda yüklenim zorunluluğu bulunmaktadır.

Aracı kuruluşlar, portföylerindeki hisse senetlerinin veya kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arzında ise aracılık yükleniminde bulunamazlar. Ancak hisse senetlerinin halka arz edilmesi için bir konsorsiyum oluşturulması durumunda, konsorsiyuma “en iyi gayret aracılığı” yükleniminde bulunmak kaydıyla katılabilirler. Büyük halka arzlarda yüklenim genellikle konsorsiyum tarafından yapılabilir.

Türkiye’de halka arza aracılık yapan aracı kuruluşlar halka arzın riskleri açısından bakıldığında daha çok en iyi gayret yöntemi ile halka arz yapmak istemektedirler. Ancak 1993 yılından bugüne değin yapılan halka arzların %90’nı bakiyeyi yüklenim ve kısmi bakiyeyi yüklenim olarak gerçekleştirmiştir. Bu sonuç aslında oldukça şaşırtıcıdır çünkü Türkiye sermaye piyasaları gelişmiş bir piyasa olmaktan henüz uzaktır. Bu kadar yüksek oranda halka arzın bu yöntem ile yapılması için mevcut kurumsal ve bireysel yatırımcının olmadığı bilinen bir gerçek olmak ile beraber 1993 yılından bu yana yapılan halka arzların büyük bir çoğunluğunun aracılık yüklenimi şeklinde gerçekleşmiş olması gelişmekte olan bir piyasa olan Türkiye’de sermaye birikiminin yetersiz olması ve halka arz’ı gerçekleştiren kurumların özkaynaklarından çok daha fazla halka arz’ları yüklenimde bulunmaları bu halka arz’ların çoğunluğunun en iyi gayret yöntemi ile yapılma olasılığını kuvvetlendiriyor. Bu yöntem ile yapılan halka arz’larda aracılar ile şirketler arasında farklı hukuki teminatlarında olma ihtimalini göz ardı edilmemesini gerektiriyor.

Bir halka arzda en önemli unsurun doğru fiyatlama ve doğru zamanlama olduğu gerçeğinden hareket ederek ihraççı şirketlerin şirket değerini maksimum kılacak şekilde bir zaman ve fiyat beklentisi içinde olmaları doğaldır bu durumda ortaya çıkan halka arzların yoğunlukla piyasaların yükselen trend içinde olduğu zamanlarda gerçekleştiği anomalisi anlamlıdır. Halka arzların tarafları hisse ihraç eden ihraççılar, aracılar, yatırımcılar ve kamuyu temsilen SPK ve İMKB’dir. Bu

unsurların bir halka arzda beklentilerinin tamamının karşılanması uygulamada mümkün görünmemektedir. İhraççı hisse fiyatını en yüksek fiyattan ihraç etmek isteyen aracı kurum hisse senetlerinin mevcut piyasada rahatlıkla talep bulacağı bir fiyattan aracılık yüklenimi yapmak isteyen yatırımcılar gelecekteki belirsizlikler içinde kazanç elde etmek için düşük fiyatlardan hisse senedi satın almak isteyecek, kamu ise tüm bu sürecin sağlıklı işlenmesini hem halka arzların başarılı olmasını hemde yatırımcıların mağdur olmamalarını bekleyecektir. Bu açıdan bakıldığında ihraççı ile diğer tarafların (Kamu, Aracı Kurum, Yatırımcı) arasında bir çıkar çatışmasının olduğu açıktır. Bunun giderilmesi ise halka arzın sadece bir finansman aracı olmanın ötesinde sayısız faydalarının olduğunun ayırımına ihraççı şirket sahiplerine anlatarak olanaklıdır.

En iyi gayret aracılığı, mevzuatın zorunlu tutmadığı durumlarda daha çok küçük miktardaki arzlarla uygulanır. Aracı kuruluş açısından riski yoktur, çünkü o elinden geleni yaptığı halde satış istenilen sonucu vermezse herhangi bir alım taahhüdünde bulunmamış olduğundan finansal bir yükün altına girmesi söz konusu değildir. Örneğin 20.000 lotluk bir halka arzda, aracılık eden kuruluş sadece 8.000 lot satılmışsa, geri kalan miktarla ilgili değildir. 12.000 lot ilgili SPK'nu mevzuatı hükümleri uyarınca satışı yapana geri döner.

Bazı ülkelerin uygulamalarında, örneğin ABD'de satılamayan bir kısmın kalması durumunda, halka arz iptal edilir ve fiyat değerlemesinin doğru yapılmadığı varsayılarak hisse senedi almış bulunan yatırımcıların parası geri ödenir.²⁴⁶ En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluş, riskinin az olması nedeniyle, satışı yapandan isteyebileceği komisyonu da düşük tutmak zorundadır.

Türkiye'de halka arz yöntemlerinin dağılımına bakıldığında ve halka arzların artırılması piyasanın etkin ve likit bir piyasa olması gereğinden yola çıkarak aracı kuruluşların, yatırımcıların ihraççı şirketlerin çıkarlarını da koruyacak yeni bir arz yöntemi önerilebilir. Bu yöntemde paylaşımcı tam yüklenim sistem tüm halka arz'ın taahhüt edilmesini içeren fakat halka arz tutarının belli bir kısmının şirket ortakları tarafından yüklenilmesine dayanılan bir yapıda kurulabilir. Burada amaç

²⁴⁶ Williamson, **a.g.e.**, s. 128.

şirket sahiplerinin satmaya razı oldukları fiyat için aynı zamanda alım taahhütünde vermeleri bu yapının halka arza talebi de artırıcı bir unsur olarak uygulanabilir. Ayrıca arz yönteminde uygulanacak bir diğer unsur ise, şirketin arz tutarının belli bir kısmı ile oluşturulacak fon ile belli bir süreyi aşmayacak şekilde piyasa yapıcılığı sistemi uygulanması zorunlu tutulabilir. Bunun pratikte ilk işlem günü yüksek volatiliteyi de önleyen bir sistem olacağı açıktır.

Green Shoe opsiyonu olarak adlandırılan arz sonrası fiyat istikrarı için arz fiyatının altına gelmesi durumunda, işleme konması beklenen daha önceden belirlenmiş bir tutarın alım yönünde kullanımı içeriliyor. Bu tamamen bir opsiyon olup kullanıp kullanmamak tamamen ihraççının inisiyatifindedir.

Aşağıdaki tabloda 2000 yılı ile 2008 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin halka arz aracılık yöntemlerinin dağılımı görülmektedir

Tablo 3.19. Halka Arzda Aracılık Yöntemleri

Yıllar	En İyi Gayret Aracılığı	Bakiyeyi Yüklenim	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Hem en iyi gayret aracılığı hem de bakiyeyi yüklenim	Hem en iyi gayret hem de kısmen bakiyeyi yüklenim	Toplam
2000		35				35
2001		1				1
2002		4				4
2003		2				2
2004		11	1			12
2005		5	4			9
2006		10	3	2		15
2007	1	1	5	1	1	9
2008	1			1		2
Toplam	2	69	13	4	1	89

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

İMKB’de uygulanan aracılık türleri ekonomik duruma göre değişiklikler göstermektedir. Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi 2000 yılı gibi enflasyon oranının yüksek olduğu yıllarda Türkiye’de bakiyeyi yüklenim yöntemi tercih edilmiştir. Ayrıca 2007 yılında bu yöntemin ağırlığı gittikçe kaybolmuştur. Kısmen bakiyeyi yüklenim yöntemi ise daha çok ekonomik durum iyileşmesine paralel olarak artmıştır. Hem en iyi gayret hem de bakiyeyi yüklenim yöntemlerinin ikisinin kullanıldığı durumlarda genel olarak birden çok aracı kuruluşun birlikte yaptığı halka arzlarda görülür. Hem en iyi gayret hem de bakiyeyi yüklenim ise çok sık benimsenmeyen bir model olarak görülebilir. 2000-2008 arasında sadece bir kez kullanılmıştır. En iyi gayret aracılığı ise birden çok kuruluşun yaptığı büyük hacimli halka arzlarda görülür.

Toplam 69 adet kullanılmasına rağmen satış hasılatı bakımından en iyi gayret aracılığı yöntemine göre geride kalmıştır. Kısmen bakiyeyi yüklenimse 2004 ve sonrasında ekonomik durumdaki iyileşme sonucunda özellikle artmıştır. Kısmen büyük kuruluşların halka arzında da benimsenen bir yöntem olmuştur.

Aşağıdaki tabloda halka arzda aracılık yöntemlerine göre arz büyüklükleri görülmektedir.

Tablo 3.20. Halka Arzda Aracılık Yöntemleri Hacimleri

Yıllar	En İyi Gayret Aracılığı	Bakiyeyi Yüklenim	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	Hem En İyi Gayret Aracılığı Hem de Bakiyeyi Yüklenim	Hem En İyi Gayret Hem de Kısmen Bakiyeyi Yüklenim
2000		1.720.621.999			
2001		385.875			
2002		76.618.450			
2003		18.395.343			
2004		710.488.523	3.447.520		
2005		340.117.500	2.021.935.576		
2006		803.507.579	422.639.389	13.505.000	
2007	2.476.100.503	7.700.000	1.865.996.164	3.262.375	10.999.941
2008	2.367.574.648			4.949.996	
Toplam	4.843.675.151	3.677.835.268	4.314.018.649	21.717.371	10.999.941

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tablolara göre halka arz aracılık türlerinin toplam hasılatına bakıldığında aşağıdaki tabloya göre en iyi gayret aracılığı 2000-2008 arasında sadece iki kez yapılmasına rağmen toplam hasılatının en fazla olduğunu görülmektedir. Bakiyeyi yüklenim çok kullanılan bir model olsa da genel olarak toplam hasılatı küçük olan halka arzlarda kullanıldığı görülmektedir. Toplam 69 adet kullanılmasına rağmen satış hasılatı bakımından en iyi gayret aracılığı yöntemine göre geride kalmıştır. Kısmen bakiyeyi yüklenimse 2004 ve sonrasında ekonomik durumdaki iyileşme sonucunda özellikle artmıştır. Kısmen büyük kuruluşların halka arzında da benimsenen bir yöntem olmuştur. Hem en iyi gayret hem de bakiyeyi yüklenim yönteminin kullanıldığı özelleştirmeler toplam hacim içerisinde küçük payı göstermektedir.

3.2.1.3. Halka Arz'da Satış Yöntemlerinin Analizi

İMKB'de halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak ortaklıklar SPK'nda tanımlanmış satış yöntemlerinden birini kullanırlar. Halka açık şirketlerin halka arzda satış yöntemlerine göre dağılımına bakılacak olursa 1990 yılında 2008 yılına kadar geçen sürede yapılan halka arz satış yöntemlerinin dağılımı aşağıdaki gibi başlıklar halinde özetlenebilir.

3.2.1.3.1. Talep Toplama Yöntemi

Talep Toplama Yöntemi; Sabit Fiyatla Talep Toplama, Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama ve Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi, olarak üçe ayrılır.

a) Sabit fiyatla talep toplama yöntemi: Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi sabit fiyatla talep toplama yönteminin kullanıldığı halka arzların hangi aracılık yöntemini ve halka arz yöntemini kullandıkları görülmektedir.

Tablo 3.21. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntem ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri

Aracılık Yüklenimleri	N
Bakiyeyi Yüklenim	128
En iyi gayret	3
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	1
Toplam	132

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB'de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin satış yönteminin 132 adedi sabit fiyat ile talep toplama yöntemi ile yapılmış olup bunlardan 128 adet şirket halka arz için bakiyeyi yüklenim aracılık yöntemini kullanmış, 3 tanesi en iyi gayret yöntemi ile yapılmış, 1 tanesi ise kısmi bakiyeyi yüklenim ile yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda sabit fiyatla talep toplam yöntemi ile yapılan halka arzlarda kullanılan arz yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.22. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntem ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri

Arz Yöntemleri	N
Ortak Satışı	29
Sermaye Artırımı	74
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	29
Toplam	132

Kaynak: İMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin satış yönteminin 132 adedi sabit fiyat ile talep toplama yöntemi ile yapılmış olup sabit fiyat ile talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzlardan 29 şirket arz yöntemi olarak ortak satışı yöntemi ile halka açılmış, 74 şirket sermaye artırımı arz yöntemi yoluyla halka açılmış, 29 şirket ise sermaye artırımı ve ortak satışı yönteminin birlikte kullanıldığı arz yöntemi ile halka açılmıştır.

Aşağıdaki tabloda sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hâsılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.23. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntem ile Yapılan Halka Arzlarda Veriler

Arz Verileri	Değer
Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	24,88
Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	32.771.263
Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	37.604
Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat (Amerikan Doları)	5.322

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %24,88 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hâsılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerini de gösterir) 32.771.263 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 37.604 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 5.322 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

b) Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi: Asgari bir satış fiyatı tespit edilerek bunun üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Talep toplama süresi; en az 2 işgünü olarak belirlenmek üzere, genelge ilanından itibaren en az 3 en son 5 işgünü geçtikten sonra başlamaktadır.

Aşağıdaki tabloda fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini uygulayan şirketlerin kullanmış oldukları aracılık sözleşmelerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.24. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri

Aracılık Yüklenimleri	N
Bakiyeyi Yüklenim	4
En iyi gayret	1
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	4
Toplam	9

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin 9 adedi fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi ile halka arz edilmiştir. Bu şirketlerden 4 adedi ise bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile halka açılmış, 4 adedi kısmi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile halka arz edilmiş, 1 şirket ise en iyi gayret aracılık sözleşmesi ile halka arz edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini kullanan şirketlerin halka arz edilirken kullandıkları arz yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.25. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri

Arz Yöntemleri	N
Ortak Satışı	3
Sermaye Artırımı	1
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	5
Toplam	9

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin 9 adedi fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi ile

hala arz edilmiştir. Bu şirketlerden 3 adedi halka arz edilirken ortak satışı yöntemi ile halka arz edilmiş, 1 şirket sermaye artırımını yoluyla halka arz yöntemini kullanmış, 5 şirket ise sermaye artırımını ile ortak satışı yöntemlerini birlikte kullanarak halka arz edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Fiyat Teklifi Alma Yoluyla talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı ortalama hâsılat ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hâsılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.26. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri

Aracılık Yüklenimleri	Değer
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	32,22
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hâsılat oranı (Amerikan Doları)	294.646.462
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	16.370
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hâsılat (Amerikan Doları)	44.706

Kaynak: IMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %32,22 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hâsılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerini de gösterir) 294.646.462 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 16.370 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 44.706 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

c) Fiyat aralığı yoluyla satış: Bu yöntem son yıllarda Türkiye’de yaşanan ekonomik iyileşmeyle beraber 2004 yılıyla birlikte uygulanan bu yöntemle yapılan halka arzların arttığı görülmektedir.

3.2.1.3.2. Talep Toplamadan Satış Yöntemi

Sermaye piyasası araçlarının bizzat satışı yapan tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Bu yöntemi, diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilir. Bu yöntemin uygulanması halinde tasarruf sahipleri, genelgede belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

3.2.1.3.3. Borsada Satış Yöntemi

Bu yöntem 1994 yılında uygulanmaya başlamıştır. Bu yöntemle yapılan satışların 1997 yılındaki güney doğu Asya krizinin olduğu yıl ve sonrasındaki dönemde 2001 yılında yaşanan krizle beraber bu yöntemin kullanılmadığı görülmektedir. 2001 yılından sonraki dönemde ise tekrar bu yöntemin kullanıldığı görülmektedir.

Bu yöntemde satış, İMKB Yönetmelikleri çerçevesinde yapılmaktadır. Bunun için, asgari 20 işgünü önce Borsa'ya başvurulması ve başvurunun Yönetim Kurulunca kabulü ve ilan edilmesi gerekmektedir.

Aşağıdaki tabloda borsada satış yöntemini kullanan şirketlerin hangi aracılık yöntemini uyguladığı görülmektedir.

Tablo 3.27. Borsada Satış Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Aracılık Yüklenimleri Dağılımı

Aracılık Yüklenimleri	N
Bakiyeyi Yüklenim	17
En iyi gayret	2
Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	4
Toplam	23

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirket arasında 23 şirket satış yöntemi olarak borsada birincil piyasada halka arz satış yöntemini kullanmışlardır. Bu satış yöntemini kullanan şirketlerin 17 tanesi bakiyeyi yüklenim aracılık sözleşmesi ile halka arz edilmiş, 2 tanesi en iyi gayret aracılık yöntemini kullanmış, 4 tanesi ise kısmi bakiyeyi yüklenim ile halka arz edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda borsada satış yöntemini kullanan şirketlerin kullanmış oldukları halka arz yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.28. Borsada Satış Yöntemi ile Yapılan Halka Arzlarda Kullanılan Arz Yöntemleri

Arz Yöntemleri	N
Ortak Satışı	12
Sermaye Artırımı	9
Sermaye Artırımı, Ortak Satışı	2
Toplam	23

Kaynak: İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre İMKB’de 1996-2006 yılları arasında yapılan 164 halka arz edilen şirketin arasında 23 şirket satış yöntemi olarak borsada birincil piyasada halka arz satış yöntemini kullanmışlardır. Bu satış yöntemini kullanan şirketlerin 12 adedi ortak satışı ile halka arz edilmiş, 9 adedi sermaye artırımı ile halka arz edilmiş, 2 adedi ise sermaye artırımı ve ortak satışı birlikte kullanılan arz yöntemi ile halka arz edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda borsada satış yöntemi ile yapılan halka arzların arz oranı, ortalama hâsılat, ortalama yatırımcı sayısı ve yatırımcı başına düşen hâsılat dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.29. Borsada Satış Yöntemi ile Yapılan Halka Arzların Arz Verileri

Arz Verileri	Değer
Borsada Satış yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama halka arz oranı (%)	55,95
Borsada Satış yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama hasılat oranı (Amerikan Doları)	5.042.159
Borsada Satış yöntemi ile yapılan halka arzlarda ortalama yatırımcı sayısı	443
Borsada Satış yöntemi ile yapılan halka arzlarda yatırımcı başına hasılat (Amerikan Doları)	14.763

Kaynak: IMKB, **Halka Arz İstatistikleri**, İstanbul, 2008.

Yukarıdaki tabloya göre borsada satış yöntemi ile halka arz edilen şirketlerin ortalama halka arz oranı %55,95 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntem ile halka açılan şirketlerin halka arz ortalama hâsılat oranı (bu aynı zamanda şirketlerin halka arz büyüklüklerini de gösterir) 5.042.159 (Amerikan Doları) olarak gerçekleşmiştir. Borsada satış yöntemi ile halka açılan şirketlerin halka arzına ortalama olarak 443 adet yatırımcı iştirak etmiştir. Bu yatırımcıların borsada satış yöntemi ile yapılan halka arzlardan yatırımcı başına ortalama 14.763 (Amerikan Doları) talepte bulunmuşlardır.

3.2.1.3.4. Direkt Satış Yöntemi

Bu yöntem halka arzların yeni yapıldığı 1990-1993 yılları arasında borsanın sığ bir piyasa olduğu dönemlerde daha çok uygulanmış bir yöntemdir. Aşağıdaki tabloda 1990 yılından 2008 yılına kadar geçen sürede yapılan halka arz satış yöntemlerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.30. Halka Arzlarda Hisse Senedi Satış Yöntemleri

Yıllar	Toplam Şirket Sayısı	Sabit Fiyatla	Fiyat Teklifi Alma	Fiyat Aralığı Yoluyla	Borsada Satış	Direkt Satış
1990	33	-	-	-	-	33
1991	24	-	-	-	-	24
1992	13	-	-	-	-	13
1993	16	1	-	-	-	15
1994	25	5	18	-	2	-
1995	29	16	7	-	6	-
1996	27	24	-	-	3	-
1997	29	28	1	-	-	-
1998	20	19	-	-	1	-
1999	10	8	-	-	2	-
2000	35	34	-	-	1	-
2001	1	1	-	-	-	-
2002	4	3	-	-	1	-
2003	2	-	-	-	2	-
2004	12	9	-	1	2	-
2005	9	2	-	3	4	-
2006	15	5	-	4	6	-
2007	9	1	-	7	1	-
10.01.2008	2	-	-	1	1	-
Toplam	315	156	26	16	32	85

Kaynak: SPK, 2007 Yılına Ait Borsa Şirketlerinin İstatistik Verileri, Ankara, 2008.

Yukarıdaki tabloda 1990 yılından 2008 yılına kadar geçen sürede yapılan halka arz satış yöntemleri arasında en çok sabit fiyat yönteminin kullanıldığı gösterilmektedir.

Aşağıdaki tabloda İlk Halka Arzlarda Satış Yöntemleri'nin sayısal dağılımı ele alınmaktadır.

Tablo 3.31. İlk Halka Arzlarda Satış Yöntemleri

	Frekans	%
Sabit Fiyatla Satış	156	68.00
Borsada Satış	31	14.00
Fiyat Aralığı Yoluyla Satış	15	7.00
Fiyat Teklifi Alma İle Satış	26	11.00
Toplam	228	100.00

Kaynak: SPK, 2007 Yılına Ait Borsa Şirketlerinin İstatistik Verileri, Ankara, 2008.

Yukarıdaki tablodaki halka arz olan şirketlerin satış yöntemleri incelendiğinde sabit fiyatlarla yapılan halka arzların %68'lik pay aldığını, borsada satış yönteminin %14'lük payı aldığını, fiyat teklifi alma yoluyla yapılan halka arzların %11'lik pay aldığını ve fiyat yolu aralığıyla yapılan halka arzların en düşük pay olan %7'lik payı aldığı görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda İlk Halka Arzlarda Satış Yöntemleri'nin hacimsel dağılımı ele alınmaktadır.

Tablo 3.32. Halka Arzlarda Hisse Senedi Satış Yöntemlerinin Hacimleri

Yıllar	Halka Arz Adedi	Sabit Fiyatla	Fiyat Aralığı Yoluyla	Fiyat Teklifi Alma	Borsada Satış	Direkt Satış
2000	35	1.714.846.999		-	5.775.000	-
2001	1	385.875		-		-
2003	2			-	18.395.343	-
2004	12	489.251.023	208.437.500	-	16.247.520	-
2005	9	36.562.500	2.282.041.726	-	43.448.850	-
2006	15	109.568.600	1.093.072.296	-	37.011.071	-
2007	9	7.700.000	4.353.096.607	-	3.262.375	-
2008	2		2.367.574.648	-	4.949.996	-
Toplam	89	2.430.773.447	10.304.222.777	-	133.250.155	-

Kaynak: SPK, 2007 Yılına Ait Borsa Şirketlerinin İstatistik Verileri, Ankara, 2008.

Yukarıdaki tabloda halka arzda kullanılan satış yöntemlerinden sağlanan toplam hasılat incelendiğinde; 2000-2008 döneminde yüksek enflasyon dönemlerinde sabit fiyatla halka arz arttığı ancak ekonomideki iyileşmeyle birlikte sabit fiyatla halka arzların azaldığı görülmektedir. Ayrıca sayı olarak çoğunluğu oluşturuyor olsa da toplam hasılat açısından düşük düzeylerde kaldığı görülmektedir. Ekonomik durumun iyileşmesiyle fiyat aralığı yoluyla halka arzlarda ciddi artışlar olduğu görülmektedir. Fiyat aralığı yoluyla yapılan halka arzlar son yıllarda giderek artmaktadır ve bu halka arzların toplam gelir içerisindeki yeri de oldukça yüksektir. 2000 sonrasında fiyat teklifi alma ve direkt satış yöntemleri ise hiç kullanılmamıştır. Borsada direkt satış yöntemi ise ekonomideki iyileşme dönemleriyle artmaktadır. Ancak bu yöntem genelde halka arz tutarı düşük olan halka arzlarda kullanılmakta arz maliyetini azaltan katılımcıların halka arzlara katılmasını kolaylaştıran bir yöntem olması ile toplam halka arz hacmi açısından bakıldığında ise oldukça geride kalmaktadır.

İMKB’de halka açılan şirketlerin satış yöntemi olarak bu yöntemlerinden birini kullanmaları zorunludur. Bu yöntemlerden hangisini kullanacakları halka

arz'ın büyüklüğüne piyasaların mevcut durumuna yatırımcıların risk iştahlarına ve aracı kurumun dağıtım kanalları ile halka arzın hangi yöntemde daha başarılı olacağına olan beklentisine bağlıdır.

Para piyasası, sermaye piyasası ve finansal piyasaların hiyerarşik işleyiş tarzının işlendiği birinci bölümde halka arz konusu sermaye piyasasından beslenen bir finansal sistem olarak işlenmiştir. Şirketlerin sermaye yapısına yönelik kararlar dizgesinde önemli bir yeri olan kar payı ödemelerinin halka açılmadaki önemi üzerinde durulmuş ve bu kapsamda literatürde geliştirilmiş kar payı düzenekleri çalışılmıştır. Halka açılmanın hedefleri, beklentileri ve maliyetleri gibi etkililik ve verimlilik boyutlarının üzerinde durulmuştur. Böylece halka açılma konusunun hem yatırımcılar hem de halka açılan şirketler açısından karşılıklı değerlendirilmesi yapılmıştır. Halka açılma işlemlerinin finansman işleri alanında profesyonel hizmetler gerektirdiğine işaret edilerek buna yönelik aracılık hizmetlerinde kullanılabilir yöntemler kapsanmıştır. Çalışmanın birinci bölümü burada tamamlanırken, bir şirketin İMKB'de halka açılması sürecinin işlendiği ikinci bölüme geçilmiştir.

3.2.2. İMKB Halka Arz Görüşleri

İMKB'de yer alan şirketler arasında yürütülen anket çalışmasında aşağıdaki sorulara cevap aranmıştır:

- Halka arz sırasında şirket değeri hesaplanırken kullanılan değerlendirme yöntemleri,
- Şirketlerin sermaye ihtiyacına göre finansal beklentilerinin gerçekleşme,
- Vergi istisnalarından yararlanma ve şirket hisse senetlerine likidite kazandırma,
- Halka arz sırasında şirket değeri hesaplanması işlevinin kimler tarafından üstlenildiği,

- Halka açılan şirketlerin almış oldukları kredinin maliyetine olan etkileri,
- Halka açılmanın şirketlerin bilinirliğini arttırmaya olan katkısı,
- Halka açılmanın şirketin kurumsallaşma sürecine katkısı,
- Halka arz edilen şirketlerin özkaynağını güçlendirme dışındaki en önemli beklentileri,
- Halka açılmada maliyet düzeyleri ve bu maliyet tutarının halka arz tutarına oranı.

Toplanan cevapların analizleri aşağıda çalışılmıştır.

3.2.2.1. Değerleme Raporu ve Değerleme Uzmanı

Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere halka açılan şirketler arasında yapılan araştırmada halka arz sırasında şirket değeri hesaplanırken kullanılan değerlendirme yöntemlerinin kullanılma yüzdeleri görülmektedir.

Tablo 3.33. Halka İlk Kez Arzda Hisse Senetlerinin Fiyatını Belirlemede Değerleme Yöntemlerinin Hangisinin Ağırlıklı Olarak Kullanıldığı

Değerleme Yöntemleri	Frekans	%
İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi	12	40.00
Şirket Portföyündeki Varlıkların Piyasa Değeri	8	26.67
Aynı Alanda Faaliyet Gösteren Şirketlerin Fiyat/Kazanç Oranları	4	13.33
Esas Faaliyet Kârı Rasyosu	4	13.33
İMKB Endeks Değerleri	2	6.67
Toplam	30	100.00

Buna göre halka arz sırasında en çok kullanılan değerlendirme yönteminin İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi olduğu, bunu Şirket Portföyündeki Varlıkların Piyasa Değeri yönteminin izlediği yukarıdaki tablodan anlaşılmaktadır.

3.2.2.2. Sermaye İhtiyacı

Aşağıdaki tabloda Halka açılan şirketlerin finansal beklentilerinin gerçekleşme oranı görülmektedir.

Tablo 3.34. Halka Açılan Şirketlerin Finansal Beklentilerinin Gerçekleşme Oranı

	Frekans	%
Beklenen finansal fayda sağlandı	22	73,33
Bir fikrim yok	6	20
Beklenen finansal fayda sağlanamadı	2	6,67
Toplam	30	100

2000-2008 yılları arasında halka açılan şirketler arasında yapmış olduğumuz araştırma anketinde şirketlerin halka açılma sonrası bekledikleri finansal faydanın gerçekleşme oranı %73.33 ile beklenen finansal faydanın sağlandığı ortaya çıkmaktadır.

3.2.2.3. Vergi ve Likidite Avantajları

Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere halka açılan şirketler arasında yapılan araştırmada halka açılmada beklenen avantajlar arasına Vergi İstisnalarından Yararlanma ve Şirket Hisse Senetlerine Likidite Kazandırma seçeneklerinin durumu gösterilmektedir.

Tablo 3.35. Vergi İstisnalarından Yararlanma ve Şirket Hisse Senetlerine Likidite Kazandırma

	Frekans	%
Kurumsallaşma	10	31,25
Yaygın Tanınma ve Prestij	6	18,75
Şirket Hisse Senetlerine Likidite Kazandırma	6	18,75
Yurtdışı Kuruluşlarla Ortak Girişimlerde Bulunmada Halka Açıklık ve Borsada İşlem Görmenin Referans Teşkil Etmesi	6	18,75
Vergi İstisnalarından Yararlanma	2	6,25
Diğer	2	6,25
Toplam	32	100,00

Yukarıdaki tabloda şirketlerin halka açılma ile vergi avantajı ve likidite avantajı sağlama konusunda diğer konulara göre çok istekli olmadıkları görülmektedir.

3.2.2.4. Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi

Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere halka açılan şirketler arasında yapılan araştırmada halka arz sırasında şirket değeri hesaplanması işlevinin kimler tarafından üstlenildiği işlenmektedir.

Tablo 3.36. Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Kimin/Kimlerin Belirlediği Hakkında Şirket Görüşleri

	Frekans	%
Şirket ve Konsorsiyum Lideri Birlikte	18	56.25
Hisse Senedinin Satışına Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri ve Üyeleri Birlikte	10	31.25
Hisse Senedini Arz Eden Şirket	2	6.25
Hisse Senedinin Satışına Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri	2	6.25
Toplam	32	100.00

Yukarıdaki tabloda gösterilen sonuçlara göre, halka arz edilen şirketlerin fiyatlarının bilimsel veriler yanında fiyat tespit raporuna olumlu ve olumsuz farklı etkenlerinde varlığının etki ettiğini söylenebilir.

3.2.2.5. Sermaye Kullanımında Etkinliğin Arttırılması

Aşağıdaki tabloda halka açılan şirketlerin almış oldukları kredinin maliyetine olan etkileri görülmektedir.

Tablo 3.37. Halka Açılan Şirketlerin Almış Oldukları Kredinin Maliyetine Olan Etkileri

	Frekans	%
Şirket kredi maliyeti azaldı	16	53,33
Şirketin kredi maliyeti azalmadı	12	40,00
Bir fikrim yok	2	6,67
Toplam	30	100,00

Halka açılan şirketlerin halka arz sonrası almış oldukları kredilerin maliyetine olan etkilerinin incelendiği ankete bakıldığında sonuçlarının Türkiye’de

bankacılık kesiminin risk algılamasında vermiş oldukları kredinin halka açık şirket veya halka kapalı şirket ayırımından uzak olduğu görülmektedir.

3.2.2.6. Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınma

Aşağıdaki tabloda halka açılmanın şirketlerin bilinirliğini arttırmaya olan katkısı görülmektedir.

Tablo 3.38. Halka Açılan Şirketlerin Bilinirliğini Arttırmaya Katkısının Gerçekleşme Oranı

	Frekans	%
Şirket bilinirliliği arttı	30	93,75
Şirket bilinirliliği değişmedi	2	6,25
Toplam	32	100,00

Tabloda halka açılmanın şirket tanıtımına olan katkısının yüksekliği görülmektedir.

3.2.2.7. Kurumsallaşma

Aşağıdaki tabloda Halka açılmanın şirketin kurumsallaşma sürecine katkısının oranı görülmektedir.

Tablo 3.39. Halka Açılmanın Şirketin Kurumsallaşma Sürecine Katkısının Oranı

	Frekans	%
Kurumsallaşma sürecine olumlu katkısı oldu	30	93,75
Kurumsallaşma sürecine katkısı olmadı	2	6,25
Toplam	32	100,00

Yukarıdaki tabloda gösterilen sonuçlara göre 2000-2007 yılları arasında yapmış olduğumuz ankette halka arzların kurumsallaşmaya olan katkısının %93,75 gibi yüksek oranda olduğu görülmektedir.

3.2.2.8. İkincil Halka Arz İmkânı

Aşağıdaki tabloda 2000-2007 yılları arasında halka arz edilen şirketlerin özkaynağını güçlendirme dışındaki en önemli beklentilerinin dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.40. Halka Açılmada Şirketlerin Özkaynağını Güçlendirme Dışındaki En Önemli Beklentileri

	Frekans	%
Kurumsallaşma	10	31,25
Yaygın Tanınma ve Prestij	6	18,75
Şirket Hisse Senetlerine Likidite Kazandırma	6	18,75
Yurtdışı Kuruluşlarla Ortak Girişimlerde Bulunmada Halka Açıklık ve Borsada İşlem Görmenin Referans Teşkil Etmesi	6	18,75
Vergi İstisnalarından Yararlanma	2	6,25
Diğer	2	6,25
Toplam	32	100,00

Halka açılmada şirketler bir takım avantajları aramaktadırlar. Yukarıdaki tabloda gösterilen sonuçlara göre halka açılma ile şirketlerin en çok bulmayı bekledikleri avantaj kurumsallaşma konusu olmuştur.

3.2.2.9. Şirketlerin Halka Açılma Maliyetleri

Halka açılmada maliyet düzeylerinin ve bu maliyet tutarının halka arz tutarına oranının işlendiği araştırma sonuçları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 3.41. Halka Açılmada Şirketlerin Arz Maliyetinin Halka Arz Tutarına Oranı

	Frekans	%
Halka arz maliyetinin arz tutarına oranı 5%	10	41.67
Halka arz maliyetinin arz tutarına oranı 3%	6	25.00
Halka arz maliyetinin arz tutarına oranı 4%	6	25.00
Halka arz maliyetinin arz tutarına oranı 7%	2	8.33
Toplam	24	100.00

Yukarıdaki tabloda gösterilen sonuçlara göre halka açılan şirketler halka arz maliyetlerinin halka arz tutarının yaklaşık olarak %5'i civarında olmasını belediklerini ifade etmişlerdir.

Yukarıda işlenen halka arz maliyetleri konusunun makuliyeti konusunda yapılan araştırmanın sonuçları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 3.42. Halka Açılmada Şirketlerin Arz Maliyeti Hakkındaki Görüşleri

	Frekans	%
Halka arz süreci maliyeti normal	22	68.75
Halka arz süreci maliyeti yüksek	8	25.00
Halka arz süreci maliyeti düşük	2	6.25
Toplam	32	100.00

Halka açılmada şirketler genel olarak halka arz maliyetlerini normal bulmaktadırlar. Yukarıdaki tablo araştırmanın bu yöndeki sonuçlarını işlemektedir.

3.2.3. Araştırma Değişkenlerinin Belirlenmesi

Yapılan literatür taramasında elde edilen bilgilere, İMKB vak'a çalışmasının sonuçlarına ve İMKB pilot çalışmasından elde edilen bilgilere dayanılarak aşağıda sıralanan 10 adet araştırma değişkeni seçilmiştir (Seçilmiş Değişkenler):

- Yıl Önce
- Halka Arz şekli
- Aracılık şekli
- Satış Yöntemi
- Halka Arz Oranı
- Toplam Hasılat
- Yatırımcı Sayısı
- Yatırımcı Başına Hasılat
- Mali Başarı
- Son Halka Açılma Oranı

Not: Toplam Hasılat ve Yatırımcı Başına Hasılat değerleri Amerikan Doları olarak.

Araştırmanın bundan sonraki uygulamaya yönelik bölümünde yukarıda sıralanan seçilmiş değişkenler araştırma değişkeni olarak kullanılmıştır.

3.3. İMKB'DE HALKA AÇIK şİRKETLERİN DURUM ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde halka arz uygulamaları başarisının özellikleri üzerinde durularak toplanan verilerin frekans analizleri yapılmış ve araştırma alanı tanınmıştır. Daha sonra, seçilmiş değişkenler arasında halka arz uygulamaları başarisının belirleyicilerini ve bunların betimleyicilerini incelemek üzere ilişki analizleri (korelasyon analizi ve çoklu regresyon analizi) yapılmıştır. Söz konusu

betimleyicilerin serbest (diğer) seçilmiş değişkenlere göre farklılaşma analizlerini Mali Başarı'nın merkezi özelliklerinin belirlenmesine yönelik farklılaşma analizi izlemiştir.

Araştırmanın uygulama bölümünde önceki bölümde belirlenen seçilmiş değişkenler için İMKB'de yer alan 164 adet halka açılma uygulamasının verileri (ikincil veri kaynağı olarak İMKB kaynaklarından yararlanılarak) aşağıda incelenmiştir.

3.3.1. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Özellikleri

İMKB borsasında halka arzların başarısı denildiğinde, bu kavramın halka arzın taraflarından halka açılan şirket, aracı kuruluş, yatırımcılar, SPK ve İMKB için farklı anlamlar içerdiği çoğunlukla tarafların çıkarlarının çeliştiği açıktır. Halka açılan şirket için başarılı halka arz kavramı şirket değerinin maksimum olduğu bir fiyattan hisse senetlerinin satılması anlamına gelirken yatırımcı için ise başarılı bir halka arz kavramı şirket hisse senetlerini en yüksek iskonto oranı ile satın alma anlamına gelmektedir. Aracı kuruluş ve kamu otoritesi (SPK, İMKB) için ise başarılı halka arz kavramı ihraç için kayda alınan hisse senetlerinin tamamının başarılı bir şekilde satılması anlamına gelmektedir.

İMKB'de yapılan halka arzların başarısının değerlendirilmesi başarılı halka arz kavramının sayısal ve ölçülebilir olması açısından objektif kriterler belirleme gereğinden yola çıkarak başarılı halka arzın belirleyicileri aşağıda analiz edilmektedir.

3.3.2. Frekans Analizleri

Araştırma değişkeni olarak seçilmiş değişkenlerin İMKB kaynaklarındaki değerlerinin dağılımlarının merkezi dağılım parametreleri, araştırma yapılan alandaki durumun daha iyi betimlenmesi açısından önemli görülmüştür. Bu değişkenlerin dağılımlarına ait frekans analizleri “kaç yıl önce” halka açılma uygulamasının yapıldığına dair seçilmiş değişkeninkinden başlamak üzere aşağıda çalışılmıştır.

Tablo 3.43. Yıl Önce Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	3-8 yıl önce	43	26,2	26,2	26,2
2	9-11 yıl önce	65	39,6	39,6	65,9
3	12-13 yıl önce	56	34,1	34,1	100,0
	Toplam	164	100,0	100,0	

Yukarıdaki tabloda şirketlerin 12-13 yıl önce halka arz uygulamalarına başladıkları ve 10 yıl önce ağırlıklı olarak bu uygulamaya yoğunlaştıkları gösterilmektedir. Yıl Önce seçilmiş değişkeni dağılımının standart sapması 0,775 olarak bulunmuştur.

Halka Arz Şekli seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.44. Halka Arz Şekli Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	Ortak Satışı	44	26,8	26,8	26,8
2	Sermaye Artırımı	84	51,2	51,2	78,0
3	Sermaye artırımını ve Ortak Satışı birlikte	36	22,0	22,0	100,0
	Toplam	164	100,0	100,0	

Şirketlerin ağırlıklı olarak Sermaye Artırımı şeklinde halka arz uygulamaları yaptıkları yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. Bu halka arz şekline başvuranlar şirketlerin yarısını oluşturmuştur. Şirketlerin sayı olarak diğer yarısı ise Ortak satışı ile Sermaye artırımını ve Ortak Satışı birlikte halka arz uygulamaları yaptıkları görülmektedir. Halka Arz Şekli dağılımının standart sapması seçilmiş araştırma değişkenlerinin dağılımlarının arasındaki en düşük standart sapma değerini gerçekleştirerek 0,431 olarak bulunmuştur.

Halka arz uygulamalarında Aracılık Şekli seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.45. Aracılık Şekli Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	Bakiyeyi Yüklenim	149	90,9	90,9	90,9
2	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim	9	5,5	5,5	96,3
3	En İyi Gayret	6	3,7	3,7	100,0
	Toplam	164	100,0	100,0	

Yukarıdaki tabloda halka arz uygulamalarında bulunan şirketlerin aracılık şekli bakımından çok yüksek bir oranda Bakiyeyi Yüklenim aracılık şekline başvurdukları gösterilmektedir. Şirketler arasında aracılık şekli bakımından Kısmen Bakiyeyi Yüklenim ya da En İyi Gayret şeklini seçenlerin azınlıkta oldukları görülmektedir. Aracılık Şekli seçilmiş değişkeni dağılımının standart sapması 0,699 olarak bulunmuştur.

Halka arz uygulamalarında Satış Yönetimi seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.46. Satış Yöntemi Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	Sabit Fiyatla Talep Toplama	132	80,5	80,5	80,5
2	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	9	5,5	5,5	86,0
3	Borsada Satış	23	14,0	14,0	100,0
	Toplam	164	100,0	100,0	

Şirketlerin halka arz uygulamalarında satış yöntemi olarak çok yüksek bir oranda Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi uygulandığı yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve Borsada Satış satış yöntemi şirketler arasında halka arz uygulamalarında satış yöntemi olarak çok tercih edilmeyen birer satış yöntemi olduğu görülmektedir. Satış Yöntemi seçilmiş değişkeni dağılımının standart sapması 0,712 olarak bulunmuştur.

Halka arz uygulamalarında Halka Arz Oranı seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.47. Halka Arz Oranı Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	%17 ve daha az	53	32,3	32,3	32,3
2	%17den çok - %30 ve daha az	57	34,8	34,8	67,1
3	%30 dan çok	54	32,9	32,9	100,0
	Toplam	164	100,0	100,0	

Yukarıdaki tabloda halka arz oranının yaklaşık olarak %24 civarında gerçekleştiği gösterilmektedir (mod ve medyan grubu olan ‘%17den çok - %30 ve daha az’ grubunun orta noktası). Satış Yöntemi seçilmiş değişkeni dağılımının standart sapması 0,810 olarak bulunmuştur.

Şirketlerin halka arz uygulamalarında Toplam Hasılat seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.48. Toplam Hasılat Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	4mio\$ dan az	53	32,3	32,3	32,3
2	4miodan çok - 14mio\$ dan az	56	34,1	34,1	66,5
3	14mio\$ dan çok	55	33,5	33,5	100,0
	Toplam	164	100,0	100,0	

Halka arz uygulamalarında Toplam hasılat değeri şirket adedi dağılımı 4 milyon Amerikan Doları ile 14 milyon Amerikan Doları eşikleri göz önüne alınarak yaklaşık olarak üç eşit grupta, yukarıdaki tabloda gösterildiği üzere incelenmiştir. Toplam Hasılat dağılımının standart sapması seçilmiş araştırma değişkenlerinin dağılımlarının arasındaki en yüksek standart sapma değerini gerçekleştirerek 0,814 olarak bulunmuştur.

Halka arz uygulamalarında şirketlerin ulaştıkları Yatırımcı Sayısı seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.49. Yatırımcı Sayısı Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	2000 den az	47	28,7	30,5	30,5
2	2000 den çok - 20000 den az	61	37,2	39,6	70,1
3	20000 den çok	46	28,0	29,9	100,0
	A. Toplam	154	93,9	100,0	
	Veri yok	10	6,1		
	Toplam	164	100,0		

Halka arz uygulamalarının seçilmiş değişkenlerinden olan Yatırımcı Sayısı değişkeninin değerleri 2000'den az ve 20000'den çok olmak üzere iki eşik etrafında 3 grup halinde toplanmıştır. Yatırımcı Sayısının tespit edilemediği 10 adet halka arz uygulaması olmuştur. Yatırımcı Sayısı seçilmiş değişkeninin dağılımının standart sapması 0,780 olarak bulunmuştur.

Şirketlerin halka arz uygulamalarında Yatırımcı Başına Düşen Hasılat seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.50. Yatırımcı Başına Düşen Hasılat Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	500\$dan az	49	29,9	31,8	31,8
2	500-3000\$	56	34,1	36,4	68,2
3	3000\$ dan çok	49	29,9	31,8	100,0
	A. Toplam	154	93,9	100,0	
	Veri yok	10	6,1		
	Toplam	164	100,0		

Yukarıdaki tabloda halka arz uygulamalarının seçilmiş değişkenlerinden olan Yatırımcı Başına Düşen Hasılat değişkeninin değerleri 500 Amerikan Doları'ndan az ve 3000 Amerikan Doları'ndan çok olmak üzere iki eşik etrafında 3

grup halinde toplanmıştır. Yatırımcı Başına Hasılat değerinin tespit edilemediği 10 adet halka arz uygulaması olmuştur. Yatırımcı Sayısı seçilmiş değişkeninin dağılımının standart sapması 0,780 olarak bulunmuştur.

Halka arz uygulamaları sonucunda şirketlerin elde ettikleri Mali Başarı seçilmiş değişkeninin frekans analizleri aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.51. Mali Başarı Değişkeni Dağılım Değerleri

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	0\$ dan az (negatif)	37	22,6	27,4	27,4
2	0-100 mio\$	60	36,6	44,4	71,9
3	100mio\$ dan çok	38	23,2	28,1	100,0
	A. Toplam	135	82,3	100,0	
	Veri yok	29	17,7		
	Toplam	164	100,0		

Mali Başarı seçilmiş değişkeni halka arz uygulamalarında bilhassa negatif (sıfırdan az) ve 100 milyon Amerikan Doları'ndan fazla olması halinin dışında genellikle 0-ila-100 milyon Amerikan Doları arasında gerçekleştiği yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. Mali Başarı değerinin tespit edilemediği 29 adet halka arz uygulaması olmuştur. Mali Başarı seçilmiş değişkeninin dağılımının standart sapması 0,748 olarak bulunmuştur.

Tablo 3.52. Son Halka Açılma Oranı

Puan	Seçenek	Frekans	%	Geçerli %	Kümülatif %
1	%33den az	38	23,2	28,1	28,1
2	%33-66	56	34,1	41,5	69,6
3	%66dan çok	41	25,0	30,4	100,0
	A. Toplam	135	82,3	100,0	
	Veri yok	29	17,7		
	Toplam	164	100,0		

Son Halka Açılma Oranı seçilmiş değişkeninin oldukça normal ve düzgün bir dağılımın içerisinde olduğu yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. Dağılımdaki mod grup Son Halka Açılma Oranı %33-66 arasında olan halka arz uygulamalarına sahip şirketler tarafından oluşturulmuştur. Son Halka Açılma Oranı değerinin tespit edilemediği 29 adet halka arz uygulaması olmuştur. Son Halka Açılma Oranı seçilmiş değişkeninin dağılımının standart sapması 0,767 olarak bulunmuştur.

Yukarıda yürütülen frekans analizleri seçilmiş değişkenler için toplanan verilerin araştırmanın uygulama bölümündeki analizleri yapmaya uygun olduğunu (her değişken için yeterli verinin bulunduğunu) göstermiştir.

3.3.3. Korelasyon Analizi

Seçilmiş değişkenler arasındaki nedensellik araştırması için önce korelasyon (karşılıklı ilişkililik) analizi, daha sonra çoklu regresyon analizleri yapılmıştır. Yapılan korelasyon analizleri araştırma değişkenleri için toplanan verilerin ilişki analizlerinin yapılmasına uygunluk zemininin mevcudiyetini test etme amacına yöneliktir. Seçilen değişkenlerin karşılıklı ilişkisini incelemek üzere korelasyon analizi yapılmıştır. Yapılan korelasyon analizinin sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.53. Korelasyon Analizi

		Yıl Önce	Halka Arz Şekli	Aracılık Şekli	Satış Yöntemi	Halka Arz Oranı	Toplam Hasılat	Yatırımcı Sayısı	Yatırımcı Başına Hasılat	Mali Başarı	Son Halka Açılma Oranı
Yıl Önce	r	1	0,109	-0,086	0,007	0,019	-0,031	-0,010	0,021	-0,051	0,048
	p		0,164	0,276	0,928	0,812	0,696	0,903	0,799	0,558	0,580
	N	164	164	164	164	164	164	154	154	135	135
Halka Arz Şekli	r	0,109	1	0,000	-0,189	0,001	0,260	0,201	0,069	-0,042	-0,108
	p	0,164		0,995	0,015	0,995	0,001	0,013	0,394	0,631	0,212
	N	164	164	164	164	164	164	154	154	135	135
Aracılık Şekli	r	-0,086	0,000	1	0,299	0,033	-0,074	-0,151	0,214	0,064	0,144
	p	0,276	0,995		0,000	0,676	0,344	0,061	0,008	0,458	0,095
	N	164	164	164	164	164	164	154	154	135	135
Satış Yöntemi	r	0,007	-0,189	0,299	1	0,316	-0,230	-0,353	0,347	-0,032	0,326
	p	0,928	0,015	0,000		0,000	0,003	0,000	0,000	0,713	0,000
	N	164	164	164	164	164	164	154	154	135	135
Halka Arz Oranı	r	0,019	0,001	0,033	0,316	1	-0,130	-0,309	0,281	-0,099	0,350
	p	0,812	0,995	0,676	0,000		0,096	0,000	0,000	0,254	0,000
	N	164	164	164	164	164	164	154	154	135	135
Toplam Hasılat	r	-0,031	0,260	-0,074	-0,230	-0,130	1	0,533	0,140	0,476	-0,512
	p	0,696	0,001	0,344	0,003	0,096		0,000	0,084	0,000	0,000
	N	164	164	164	164	164	164	154	154	135	135
Yatırımcı Sayısı	r	-0,010	0,201	-0,151	-0,353	-0,309	0,533	1	-0,513	0,284	-0,303
	p	0,903	0,013	0,061	0,000	0,000	0,000		0,000	0,001	0,001
	N	154	154	154	154	154	154	154	154	127	127
Yatırımcı Başına Hasılat	r	0,021	0,069	0,214	0,347	0,281	0,140	-0,513	1	0,090	-0,013
	p	0,799	0,394	0,008	0,000	0,000	0,084	0,000		0,316	0,888
	N	154	154	154	154	154	154	154	154	127	127
Mali Başarı	r	-0,051	-0,042	0,064	-0,032	-0,099	0,476	0,284	0,090	1	-0,234
	p	0,558	0,631	0,458	0,713	0,254	0,000	0,001	0,316		0,006
	N	135	135	135	135	135	135	127	127	135	135
Son Halka Açılma Oranı	r	0,048	-0,108	0,144	0,326	0,350	-0,512	-0,303	-0,013	-0,234	1
	p	0,580	0,212	0,095	0,000	0,000	0,000	0,001	0,888	0,006	
	N	135	135	135	135	135	135	127	127	135	135

r: Pearson Correlation, p<0,05

Seçilmiş değişkenler arasında, karşılıklı ilişkileri kapsayan yukarıdaki korelasyon tablosunda istatistiksel açıdan anlamlı ($p < 0,05$) olan korelasyon katsayıları koyu yazılmıştır. Tablodaki 45 adet korelasyon analizinden 20 adedi istatistiksel açıdan anlamlı sonuç vermiştir. İstatistiksel açıdan geçerli olan korelasyon katsayıları 0,533 (Toplam Hasılat ile Yatırımcı Sayısı arasında) ile -0,513 (Yatırımcı Sayısı ile Yatırımcı Başına Hasılat) arasında değişmektedir. Bu sonuç seçilmiş değişkenler arasında birbirini betimleyebilme ilişkilerinin olabileceğine işaret olarak kabul edilebilir. Böylece aşağıda, seçilmiş değişkenler arasında birbirini betimleyebilme ilişkilerini incelemek üzere çoklu regresyon analizlerine geçilmiştir.

3.3.4. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri ve Belirleyicileri için Çoklu Regresyon Analizleri

Seçilmiş değişkenler arasında indirgeyici bir yaklaşım ile istatistiksel açıdan anlamlı olarak ($p < 0,05$) en güçlü şekilde betimlenen seçilmiş değişken(ler)i ve onların betimleyicilerini belirlemek üzere çoklu regresyon analizleri yapılmıştır. Bu indirgeyici yaklaşım sonunda istatistiksel açıdan anlamlı olmayan ($p \geq 0,05$) seçilmiş değişkenler de belirlenmiştir.

Seçilmiş değişkenler arasında birbirini betimleyebilme ilişkilerini incelemek üzere çoklu regresyon analizlerinde her defasında bir adet çoklu regresyon modeli olmak üzere 10 seçilmiş değişken için toplam 10 adet çoklu regresyon modeli kurulmuştur. Her regresyon modelinde bir seçilmiş değişken bağımlı değişken olarak, diğer seçilmiş değişkenler ise bağımsız değişkenler olarak atanmıştır. Kurulan 10 adet çoklu regresyon modelinin önemli sonuçları (ANOVA p ve Ayarlı R^2 gibi) aşağıdaki tabloda özet olarak verilmektedir.

Tablo 3.54. Çoklu Regresyon Modelleri Analizleri

Bağımlı değişken	Bağımsız değişken	ANOVA p	Ayarlı R ²	Seçim
Yıl önce	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,954	-0,048	
Halka Arz Şekli	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,004	0,117	
Aracılık Şekli	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,202	0,027	
Satış Yöntemi	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,322	
Halka Arz Oranı	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,281	
Toplam Hasılat	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,601	X
Yatırımcı Sayısı	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,612	X
Yatırımcı Başına Hasılat	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,506	
Mali Başarı	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,226	
Son Halka Açılma Oranı	Diğer 9 seçilmiş değişken	0,000	0,303	

p<0,050

Seçilmiş değişkenler arasında birbirini betimleyebilme ilişkilerini incelemek üzere kurulan çoklu regresyon modellerinden istatistiksel açıdan anlamlı olanları (ANOVA p<0,05) ile Ayarlı R² değerleri 0,6 değerinden fazla olan 2 adedi analizlerin daha ileri götürülmesi üzere seçilmişlerdir. Bu modellerdeki bağımlı değişkenler Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı'dır. Ayarlı R² seçim değerini 0,5 olarak seçilmesi ve seçilen çoklu regresyon modellerine bağımlı değişkeni Yatırımcı Başına Hasılat olan model de dahil edilebilse dahi, Yatırımcı Başına Hasılat değeri Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı değerlerinden bölme işlemi ile elde edilebilecek özellikte olması bu seçimin değerini düşürdüğü için seçilmemiştir. Böylece, istatistiksel açıdan anlamlı olmasına rağmen Ayarlı R² değerleri yeterli görülmeyen 6 adet çok regresyon modeli değerlendirme dışında bırakılmışlardır. İstatistiksel açıdan anlamlı olmayan 2 adet çoklu regresyon modeli de değerlendirme dışında bırakılmıştır.

Seçimi yapılan ve bağımlı seçilmiş değişkeni Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı olan çoklu regresyon modellerinin betimleyici değişkenleri ve bunların betimleme katsayıları aşağıda incelenmiştir. Bağımlı değişkeni diğer sekiz adet seçilmiş değişken olan çoklu regresyon modelleri değerlendirme dışında bırakıldığından onların betimleyici değişkenlerinin ve bunların betimleme katsayıları incelenmesine gerek duyulmamıştır.

Seçilmiş bağımlı değişken Toplam Hasılat'ın çoklu regresyon modelinin betimleyici değişkenleri ve bunların betimleme katsayıları aşağıdaki tabloda çalışılmıştır.

Tablo 3.55. Seçilmiş Bağımlı Değişkeni Toplam Hasılat olan Çoklu Regresyon Modeli Bağımsız Değişkenleri ve Katsayıları

Bağımlı Değişken: Toplam Hasılat		Std. mamış Katsayılar		Std. mış Katsayılar	t	p
		B	Std. Hata	Beta		
	(Sabite)	-0,146	0,376		-0,387	0,699
Bağımsız Değişkenler	Yıl Önce	-0,016	0,060	-0,016	-0,272	0,786
	Halka Arz Şekli	0,144	0,071	0,123	2,011	0,047
	Aracılık Şekli	-0,077	0,118	-0,039	-0,652	0,516
	Satış Yöntemi	-0,036	0,093	-0,028	-0,389	0,698
	Halka Arz Oranı	0,055	0,071	0,054	0,783	0,435
	Yatırımcı Sayısı	0,604	0,084	0,560	7,173	0,000
	Yatırımcı Başına Hasılat	0,417	0,077	0,404	5,448	0,000
	Mali Başarı	0,255	0,070	0,230	3,660	0,000
	Son Halka Açılma Oranı	-0,285	0,071	-0,264	-4,037	0,000

p<0,050

Yukarıdaki tabloda gösterilen sonuçlara göre seçilmiş bağımlı değişken Toplam Hasılat'ın, seçilmiş bağımsız değişkenler olan Yatırımcı Sayısı (0,604), Yatırımcı Başına Hasılat (0,417), Mali Başarı (0,255), Halka Arz Şekli (0,144) ve Son Halka Açılma Oranı (-0,285) tarafından istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde betimlenmiştir. Diğer seçilmiş bağımsız değişkenler olan Yıl Önce, Aracılık Şekli,

Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı'nın seçilmiş bağımlı değişken Toplam Hasılat'ı istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde betimlemedikleri de bulunmuştur.

Seçilmiş bağımlı değişken Yatırımcı Sayısı'nın çoklu regresyon modelinin betimleyici değişkenleri ve bunların betimleme katsayıları aşağıdaki tabloda çalışılmıştır.

Tablo 3.56. Seçilmiş Bağımlı Değişkeni Yatırımcı Sayısı olan Çoklu Regresyon Modeli Bağımsız Değişkenleri ve Katsayıları

Bağımlı Değişken: Yatırımcı Sayısı		Std. mamış Katsayılar		Std. mış Katsayılar	t	p
		B	Std. Hata	Beta		
	(Sabite)	1,832	0,300		6,111	0,000
Independent Variables	Yıl Önce	0,018	0,054	0,018	0,329	0,743
	Halka Arz Şekli	0,079	0,066	0,073	1,201	0,232
	Aracılık Şekli	-0,012	0,109	-0,007	-0,112	0,911
	Satış Yöntemi	-0,037	0,085	-0,031	-0,439	0,661
	Halka Arz Oranı	-0,084	0,065	-0,088	-1,309	0,193
	Toplam Hasılat	0,506	0,070	0,545	7,173	0,000
	Yatırımcı Başına Hasılat	-0,526	0,062	-0,549	-8,546	0,000
	Mali Başarı	0,078	0,067	0,076	1,166	0,246
	Son Halka Açılma Oranı	0,030	0,069	0,030	0,430	0,668

p<0,050

Bu sonuçlara göre seçilmiş bağımlı değişken Yatırımcı Sayısı'nın, seçilmiş bağımsız değişkenler olan Toplam Hasılat (0,506) ve Yatırımcı Başına Hasılat (-0,526) tarafından istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde betimlenmiştir. Diğer seçilmiş bağımsız değişkenler olan Yıl Önce, Halka Arz Şekli, Aracılık Şekli, Satış Yöntemi, Halka Arz Oranı, Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı'nın seçilmiş bağımlı değişken Toplam Hasılat'ı istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde betimlemedikleri de bulunmuştur.

Yukarıda işlenen ve seçilmiş bağımlı değişkenleri Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı olan çoklu regresyon modellerinin istatistiksel açıdan anlamlı olan

betimleyici seçilmiş değişkenleri ile istatistiksel açıdan anlamlı olmayan betimleyici seçilmiş değişkenleri aşağıdaki tabloda ayrı ayrı sütunlarda özetlenerek izlenmiştir.

Böylece belirlenen seçilmiş değişkenler arasında indirgeyici bir yaklaşım ile istatistiksel açıdan anlamlı olarak ($p < 0,05$) en güçlü şekilde betimlenen seçilmiş değişkenler, onların betimleyicileri ve bunların dışında kalan istatistiksel açıdan anlamlı olmayan ($p \geq 0,05$) seçilmiş değişkenler toplu halde çalışılmıştır.

Tablo 3.57. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Belirleyicileri ve Betimleyicileri

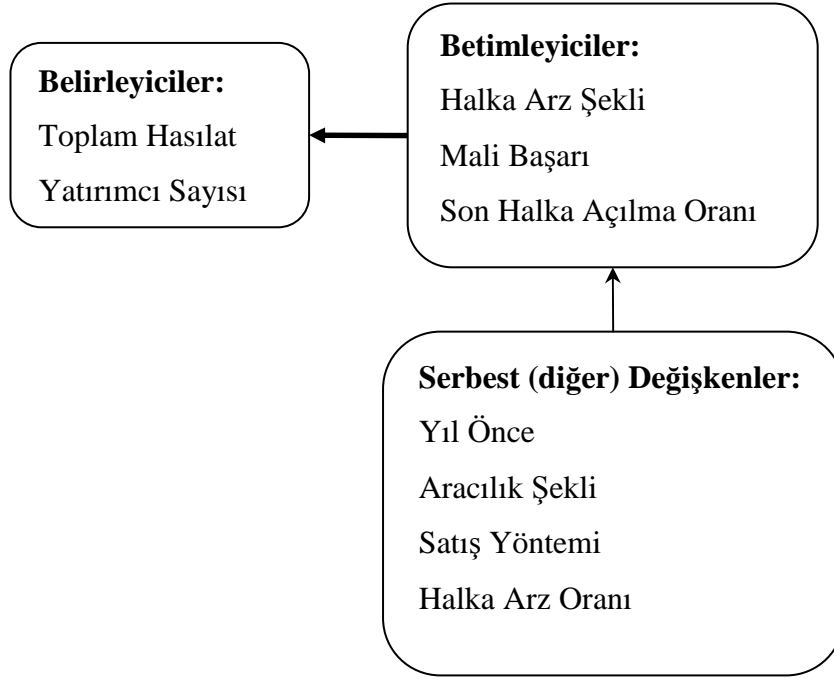
Sıra	Seçilmiş Değişkenler	Belirleyiciler	Betimleyiciler	Serbest (diğer)
1	Yıl önce			X
2	Halka Arz Şekli		X	
3	Aracılık Şekli			X
4	Satış Yöntemi			X
5	Halka Arz Oranı			X
6	Toplam Hasılat\$	X	<i>x</i>	
7	Yatırımcı Sayısı	X	<i>x</i>	
8	Yatırımcı Başına Hasılat		<i>x</i>	
9	Mali Başarı		X	
10	Son Halka Açılma Oranı		X	

X: Seçim, *x*: Değerlendirme dışında

Buna göre halka arz uygulamaları başarısının belirleyicileri Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısıdır. Böylece Araştırma Sorusu (1): Halka arz uygulamalarının başarı koşulları hangi unsurlara dayanmaktadır? (Halka arz başarısının belirleyicileri nelerdir?) cevaplandırılmış olmuştur.

Söz konusu belirleyicilerin betimleyicileri Halka Arz Şekli, Yatırımcı Sayısı, Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı değişkenleridir. Böylece Araştırma Sorusu (2): Halka arz başarısının belirleyicilerini betimleyen unsurlar nelerdir? (Halka arzın başarısının betimleyicileri nelerdir?) cevaplandırılmış olmuştur.

Bu arada, Yatırımcı Başına Hasılat değişkeni Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı değişkenleri de betimleyiciler arasında yer almaktadır. Ancak Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı zaten belirleyiciler arasında olduğundan ve Yatırımcı Başına Hasılat değişkeni de bunlardan aritmetiksel olarak üretilmiş bir değişken olduğundan bu üç seçilmiş değişken (Toplam Hasılat, Yatırımcı Sayısı ve Yatırımcı Başına Hasılat değişkenleri) betimleyiciler arasında değerlendirilmemişlerdir.



Şekil 3.3. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Belirleyicileri ve Betimleyicileri

Seçilmiş değişkenlerden Yıl önce, Aracılık Şekli ve Satış Yöntemi değişkenleri ise halka arz uygulamaları başarısının belirleyicileri ve onların betimleyicileri arasında yer almamışlardır. Bu aşamadan sonra bu seçilmiş değişkenler serbest (diğer) değişkenler olarak değerlendirilmiştir.

3.3.5. Halka Arz Uygulamaları Başarısını Betimleyicilerin Serbest (Diğer) Araştırma Değişkenlerine Göre Farklılaşmaları

Önceki bölümde sayılan serbest (diğer) değişkenlerin (Yıl Önce, Aracılık Şekli, Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı değişkenlerinin) halka arzın belirleyicilerinin betimleyicilerini (Halka Arz Şekli, Yatırımcı Sayısı, Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı değişkenlerini) etkilenme durumları, diğer bir deyişle halka arzın belirleyicilerinin betimleyicilerinin (Halka Arz Şekli, Yatırımcı Sayısı, Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı değişkenlerinin) serbest (diğer) değişkenlere (Yıl Önce, Aracılık Şekli, Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı değişkenlerine) göre farklılaşma durumları aşağıda incelenmektedir.

Tablo 3.58. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicilerinin Farklılaşma Karar Matrisi

		Serbest (diğer) Değişkenler (Bağımsız Değişkenler)			
		Yıl Önce	Aracılık Şekli	Satış Yöntemi	Halka Arz Oranı
Betimleyiciler (Bağımlı Değişkenler)	Halka Arz Şekli				
	Mali Başarı				
	Son Halka Açılma Oranı				

3.3.5.1. Halka Arz Şekli'nin Serbest (Diğer) Değişkenlere Göre Farklılaşması

Halka Arz Uygulamaları Başarısını Betimleyicilerinden Halka Arz Şekli değişkeninin serbest (diğer) değişkenlere göre farklılaşma durumu aşağıda incelenmektedir.

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Halka Arz Şekli değişkeninin serbest (diğer) değişkenlerden Yıl Önce değişkenine ve Aracılık Şekli değişkenine göre istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde ($p < 0,05$) farklılaşmadığı

belirlenmiştir. Halka Arz Şekli değişkeninin Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı değişkenlerine göre farklılaşma durumları ise aşağıda incelenmektedir.

Halka arz uygulamaları başarısı betimleyicilerinden Halka Arz Şekli değişkeninin Satış Yöntemi değişkenine göre farklılaşp farklılaşmadığını belirlemek üzere yapılan Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testi yapılarak sonuçları aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.59. Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları

Satış Yöntemi	Dağılım Değerleri			ANOVA					
	N	Ort.	Std. Sapma	Var. K.	K.T	S.F.	O.Ka.	F	p
Sabit Fiyatla Talep Toplama	132	2,00	,665	G.Arası	4,671	2	2,335	4,828	0,009
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	9	2,22	,972	G.İçi	77,884	161	0,484		
Borsada Satış	23	1,57	,662	Toplam	82,555	163			
Toplam	164	1,95	,699						

$p > 0,050$

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, halka arz uygulamalarında şirketlerin Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda, Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne göre istatistiksel olarak $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı düzeyde farklılaştığı bulunmuştur.

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Satış Yöntemi'nden kaynaklandığını belirlemek üzere tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden LSD çoklu karşılaştırma analizine geçilmiştir. Gerçekleştirilen LSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.60. Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma LSD Testi Sonuçları

(I) Satış Yöntemi	(J) Satış Yöntemi	Ort.Fark (I-J)	p
Sabit Fiyatla Talep Toplama	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	-0,222	0,347
	Borsada Satış	0,435*	0,005
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sabit Fiyatla Talep Toplama	0,222	0,347
	Borsada Satış	0,657*	0,016
Borsada Satış	Sabit Fiyatla Talep Toplama	-0,435*	0,005
	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	-0,657*	0,016

p<0,050

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Satış Yöntemi'nden kaynaklandığını belirlemek üzere yapılan tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden LSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tabloda verilmektedir. Bu sonuçlara göre Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanı Borsada Satış Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,657).

Aynı şekilde Sabit Fiyatla Talep Toplama Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanı Borsada Satış Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,435).

Tablo 3.61. Halka Arz Şekli'nin Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşması

Puan	Satış Yöntemi	Puan	Halka Arz Şekli
3	Borsada Satış	1	Ortak Satışı
1	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2	Sermaye Artırımı
2	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	3	Sermaye artırımı ve Ortak Satışı birlikte

Tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden LSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tablodaki gibi birleştirildiğinde sırası ile dizilen Halka Arz Şekli puanları karşısında Satış Yöntemi puanları Borsada Satış, Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Fiyat Aralığı ile Talep Toplama (sırası ile) puanları sıralanmaktadır.

Halka Arz Oranı

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Halka Arz Şekli değişkeninin Halka Arz Oranı değişkenine göre farklılaşp farklılaşmadığını belirlemek üzere yapılan Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testi yapılarak sonuçları aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.62. Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları

Halka Arz Oranı	Dağılım Değerleri			ANOVA					
	N	Ort.	Std. Sapma	Var. K.	K.T	S.F.	O.Ka.	F	p
% 17 ve daha az	53	1,85	0,601	G.Arası	3,125	2	1,563	3,289	0,040
% 17den çok - %30 ve daha az	57	2,14	0,581	G.İçi	76,484	161	0,475		
%30 dan çok	54	1,85	0,856	Toplam	79,610	163			
Toplam	164	1,95	0,699						

$p > 0,050$

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, halka arz uygulamalarında şirketlerin Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda, Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na göre istatistiksel olarak $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı düzeyde farklılaştığı bulunmuştur.

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Halka Arz Oranı grubundan kaynaklandığını belirlemek üzere tamamlayıcı post-hoc analiz

tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizine geçilmiştir. Gerçekleştirilen Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.63. Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma LSD Testi Sonuçları

(I) Halka Arz Oranı	(J) Halka Arz Oranı	Ort.Fark (I-J)	p
%17 ve daha az	%17den çok - %30 ve daha az	-0,291*	0,028
	%30 dan çok	-0,003	0,983
%17den çok - %30 ve daha az	%17 ve daha az	0,291*	0,028
	%30 dan çok	0,288*	0,029
%30 dan çok	%17 ve daha az	0,003	0,983
	%17den çok - %30 ve daha az	-0,288*	0,029

p<0,050

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Halka Arz Oranı grubundan kaynaklandığını belirlemek üzere yapılan tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden LSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tabloda verilmektedir. Bu sonuçlara göre; Halka Arz Oranı %17den çok - %30 ve daha az uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanı Halka Arz Oranı %17 ve daha az uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,291). Aynı şekilde Halka Arz Oranı %17den çok - %30 ve daha az uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanı Halka Arz Oranı %30 dan çok uygulandığı durumların Halka Arz Şekli puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,288).

Tablo 3.64. Halka Arz Şekli'nin Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşması

Puan	Halka Arz Oranı	Puan	Halka Arz Şekli
1	%17 ve daha az	1	Ortak Satışı
3	%30 dan çok	2	Sermaye Artırım te
2	%17den çok - %30 ve daha az	3	Sermaye artırım ve Ortak Satışı birlikte

Tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden LSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tablodaki gibi birleştirildiğinde sırası ile dizilen Halka Arz Şekli puanları karşısında Halka Arz Oranları puanları (sırası ile) %17 ve daha az, %30 dan çok ve %17den çok - %30 ve daha az olarak sıralanmaktadır.

3.3.5.2. Mali Başarı'nın Serbest (Diğer) Değişkenlere Göre Farklılaşması

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Mali Başarı değişkeninin serbest (diğer) değişkenlere (Yıl Önce, Aracılık Şekli, Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı'na) göre farklılaşma durumu incelenmiştir. Bu farklılaşma durumunu belirlemek üzere Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testi yapılmıştır.

Mali Başarı değişkeninin serbest (diğer) değişkenlere (Yıl Önce, Aracılık Şekli, Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı değişkenlere) göre istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde ($p < 0,05$) farklılaşmadığı belirlenmiştir. Bu sonuçlara göre Mali Başarı değişkeninin genel geçerli olduğu kabul edilebilir. Genel geçerli değişkenlerin araştırma değişkenleri içerisinde merkezi bir rol oynadığı kabul edilebilir.

3.3.5.3. Son Halka Açılma Oranı'nın Serbest (Diğer) Değişkenlere Göre Farklılaşması

Halka Arz Uygulamaları Başarısını Betimleyicilerinden Son Halka Açılma Oranı değişkeninin serbest (diğer) değişkenlere göre farklılaşma durumu aşağıda incelenmektedir.

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Son Halka Açılma Oranı değişkeninin serbest (diğer) değişkenlerden Yıl Önce değişkenine ve Aracılık Şekli değişkenine göre istatistiksel açıdan anlamlı düzeyde ($p < 0,05$) farklılaşmadığı belirlenmiştir. Son Halka Açılma Oranı değişkeninin Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı değişkenlerine göre farklılaşma durumları ise aşağıda incelenmektedir.

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Son Halka Açılma Oranı değişkeninin Satış Yöntemi değişkenine göre farklılaşp farklılaşmadığını belirlemek üzere yapılan Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testinin sonuçları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Satış Yöntemi

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Son Halka Açılma Oranı değişkeninin Satış Yöntemi değişkenine göre farklılaşp farklılaşmadığını belirlemek üzere yapılan Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testi yapılarak sonuçları aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.65. Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları

Son Halka Açılma Oranı	Dağılım Değerleri			ANOVA					
	N	Ort.	Std. Sapma	Var. K.	K.T	S.F.	O.Ka.	F	p
Sabit Fiyatla Talep Toplama	105	1,91	0,748	G.Arası	10,483	2	5,241	10,107	0,000
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	9	1,78	0,833	G.İçi	68,451	132	0,519		
Borsada Satış	21	2,67	0,483	Toplam	78,933	134			
Toplam	135	2,02	0,767						

$p > 0,050$

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, halka arz uygulamalarında şirketlerin Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne göre anlamlı bir farklılık gösterip

göstermediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda, Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne göre istatistiksel olarak $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı düzeyde farklılaştığı bulunmuştur.

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Satış Yöntemi'nden kaynaklandığını belirlemek üzere tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizine geçilmiştir. Gerçekleştirilen Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.66. Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma Scheffe Testi Sonuçları

(I) Satış Yöntemi	(J) Satış Yöntemi	Ort.Fark (I-J)	p
Sabit Fiyatla Talep Toplama	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	0,137	0,862
	Borsada Satış	-0,752*	0,000
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sabit Fiyatla Talep Toplama	-0,137	0,862
	Borsada Satış	-0,889*	0,010
Borsada Satış	Sabit Fiyatla Talep Toplama	0,752*	0,000
	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	0,889*	0,010

$p < 0,050$

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Satış Yöntemi'nden kaynaklandığını belirlemek üzere yapılan tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tabloda verilmektedir. Bu sonuçlara göre; Borsada Satış Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Son Halka Açılma Oranı puanı Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Son Halka Açılma Oranı puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,889). Aynı şekilde Borsada Satış Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Son Halka Açılma Oranı puanı Sabit Fiyatla Talep Toplama Satış Yöntemi'nin uygulandığı durumların Son Halka Açılma Oranı puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,752).

Tablo 3.67. Son Halka Açılma Oranı'nın Satış Yöntemi'ne Göre Farklılaşması

Puan	Satış Yöntemi	Puan	Son Halka Açılma Oranı
2	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	1	%33den az
1	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2	%33-66
3	Borsada Satış	3	%66dan çok

Tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tablodaki gibi birleştirildiğinde sırası ile dizilen Halka Arz Şekli puanları karşısında Satış Yöntemi puanları Fiyat Aralığı ile Talep Toplama, Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış, (sırası ile) puanları sıralanmaktadır.

Halka Arz Oranı

Halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerinden Son Halka Açılma Oranı değişkeninin Halka Arz Oranı değişkenine göre farklılaşp farklılaşmadığını belirlemek üzere yapılan Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testi yapılarak sonuçları aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.68. Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları

Son Halka Açılma Oranı	Dağılım Değerleri			ANOVA					
	N	Ort.	Std. Sapma	Var. K.	K.T	S.F.	O.Ka.	F	p
%33den az	44	1,80	0,795	G.Arası	12,410	2	6,205	12,312	0,000
%33-66	48	1,83	0,694	G.İçi	66,523	132	0,504		
%66dan çok	43	2,47	0,631	Toplam	78,933	134			
Toplam	135	2,02	0,767						

p>0,050

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, halka arz uygulamalarında şirketlerin Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda, Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na göre istatistiksel olarak $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı düzeyde farklılaştığı bulunmuştur.

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Halka Arz Oranı'ndan kaynaklandığını belirlemek üzere tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizine geçilmiştir. Gerçekleştirilen Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.69. Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma Scheffe Testi Sonuçları

(I) Halka Arz Oranı	(J) Halka Arz Oranı	Ort.Fark (I-J)	p
% 17 ve daha az	% 17den çok - %30 ve daha az	-0,038	0,968
	%30 dan çok	-0,670*	0,000
% 17den çok - %30 ve daha az	% 17 ve daha az	0,038	0,968
	%30 dan çok	-0,632*	0,000
%30 dan çok	%17 ve daha az	0,670*	0,000
	%17den çok - %30 ve daha az	0,632*	0,000

$p < 0,050$

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Satış Yöntemi'nden kaynaklandığını belirlemek üzere yapılan tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tabloda verilmektedir. Bu sonuçlara göre; Halka Arz Oranı %30'dan çok olan durumların Son Halka Açılma Oranı puanı Halka Arz Oranı %17 ve daha az olan durumların Son Halka Açılma Oranı puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,670). Aynı şekilde Halka Arz Oranı %30'dan çok olan durumların Son Halka Açılma Oranı puanı Halka Arz Oranı

%17den çok - %30 ve daha az durumların Son Halka Açılma Oranı puanından daha yüksektir (Ortalama farkı 0,632).

Tablo 3.70. Son Halka Açılma Oranı'nın Halka Arz Oranı'na Göre Farklılaşması

Puan	Halka Arz Oranı	Puan	Son Halka Açılma Oranı
1	%17 ve daha az	1	%33den az
2	%17den çok - %30 ve daha az	2	%33-66
3	%30 dan çok	3	%66dan çok

Tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tablodaki gibi birleştirildiğinde sırası ile dizilen Halka Arz Şekli puanları karşısında Satış Yöntemi puanları Halka Arz Oranı %17 ve daha az olan, %17den çok - %30 ve daha az ve %30'dan çok olan (sırası ile) puanları sıralanmaktadır.

3.3.6. Mali Stratejinin Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri Arasındaki Önemi ve Rolü

Çalışmanın daha önceki bölümlerinde halka arz uygulamaları başarısının betimleyici değişkenlerinin (Halka Arz Şekli, Yatırımcı Sayısı, Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı değişkenlerinin) serbest (diğer) değişkenlere (Yıl Önce, Aracılık Şekli, Satış Yöntemi ve Halka Arz Oranı'na) göre farklılaşmalarının incelendiği analizlerde Mali Başarı değişkeninin farklılaşmayarak merkezi bir rol oynadığı kabul edilmiştir. Bu durumda, Mali Başarı değişkeninin betimleyiciler arasında merkezi bir rol oynadığı düşünülebilir.

Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı halka arz uygulamaları başarısının betimleyicileri arasında finansal kararlar ile ilgili değişkenlerdendir. Belirleyiciler ve betimleyiciler arasında Halka Arz Şekli finansal parametreler arasında olmadığından ve yukarıdaki farklılık analizlerinde herhangi bir farklılığa neden olmadığından, bu

analiz grubuna dahil edilmemiştir. Mali Başarı değişkeninin Son Halka Açılma Oranı değişkenine göre farklılaşma durumu aşağıda incelenmektedir.

Mali Başarı değişkeninin Son Halka Açılma Oranı değişkenine göre farklılaşıp farklılaşmadığını belirlemek üzere yapılan Tek Yönlü Varyans Analizi (ANOVA) testi yapılarak sonuçları aşağıdaki tabloda ele alınmaktadır.

Tablo 3.71. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na Göre Farklılaşıp Farklılaşmadığını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonuçları

Son Halka Açılma Oranı	Dağılım Değerleri			ANOVA					
	N	Ort.	Std. Sapma	Var. K.	K.T	S.F.	O.Ka.	F	p
%33den az	38	2,24	0,786	G.Arası	4,118	2	2,059	3,834	0,024
%33-66	56	2,02	0,751	G.İçi	70,875	132	0,537		
%66dan çok	41	1,78	0,652	Toplam	74,993	134			
Toplam	135	2,01	0,748						

$p > 0,050$

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, halka arz uygulamalarında şirketlerin Mali Başarı'sının Son Halka Açılma Oranı'na göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda, Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na göre istatistiksel olarak $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı düzeyde farklılaştığı bulunmuştur.

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Son Halka Açılma Oranı grubundan kaynaklandığını belirlemek üzere tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizine geçilmiştir. Gerçekleştirilen Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.72. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na Göre Farklılaşmasını Belirlemek Üzere Yapılan Tek yönlü Varyans analizi (ANOVA) Sonrası Post-Hoc Çoklu Karşılaştırma Scheffe Testi Sonuçları

(I) Son Halka Açılma Oranı	(J) Son Halka Açılma Oranı	Ort.Fark (I-J)	p
%33den az	%33-66	0,219	0,367
	%66dan çok	0,456*	0,024
%33-66	%33den az	-0,219	0,367
	%66dan çok	0,237	0,292
%66dan çok	%33den az	-0,456*	0,024
	%33-66	-0,237	0,292

p>0,050

ANOVA sonrası belirlenen anlamlı farklılığın hangi Son Halka Açılma Oranı'ndan kaynaklandığını belirlemek üzere yapılan tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden Scheffe çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tabloda verilmektedir. Bu sonuçlara göre; Son Halka Açılma Oranı grubu %33den az olan durumların Mali Başarı puanı Son Halka Açılma Oranı %66dan çok olan durumların Mali Başarı puanından daha yüksektir.

Tablo 3.73. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na Göre Farklılaşması

Puan	Son Halka Açılma Oranı	Puan	Mali Başarı
3	%66dan çok	1	0\$ dan az (negatif)
2	%33-66	2	0-100 mio\$
1	%33den az	3	100mio\$ dan çok

Tamamlayıcı post-hoc analiz tekniklerinden LSD çoklu karşılaştırma analizi sonuçları yukarıdaki tablodaki gibi birleştirildiğinde sırası ile dizilen Mali Başarı

puanları karşısında 2000 den az, 2000 den çok - 20000 den az olan ve 20000 den çok (sırası ile) durumların puanları sıralanmaktadır.

3.4. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmanın bu bölümünde önce pilot çalışma ve araştırmanın değişkenlerinin seçilmesine yönelik sonuçların, sonra halka arz uygulamaları başarısının betimleyicileri ve belirleyicileri için çoklu regresyon analizleri sonuçların, daha da sonra halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerin serbest (diğer) araştırma değişkenlerine göre farklılaşma analizlerinin sonuçların değerlendirilmesi, en sonra da halka arz uygulamaları başarısının betimleyicilerinden mali stratejinin, son halka açılma oranı üzerindeki önemi ve rolü üzerine (son halka açılma oranının mali başarıya göre farklılaşması) analizlerin sonuçları değerlendirilmiştir.

Yukarıda sözü edilen değerlendirmeler araştırma amacı ve araştırma modeli göz önünde tutularak, aşağıda özetlenerek çalışılmıştır.

3.4.1. Pilot Çalışma ve Araştırmanın Seçilmiş Değişkenlerinin Değerlendirilmesi

Araştırmanın amacına yönelik olarak araştırma alanını betimlemek ve araştırma değişkenlerini seçmek üzere aşağıdaki detayları gösterilen bir pilot çalışma yürütülmüştür.

(a) Halka Arz Yöntemlerinin Analizi

- Mevcut Hissedarların Hisse Senetlerini Halka Arz Etmeleri
- Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı
- Her İki Yönteminin Birlikte Kullanılması

(b) Halka Arza Aracılık Türlerinin Analizi

- En İyi Gayret Aracılığı
- Aracılık Yüklenimi
 - Bakiyeyi Yüklenim
 - Tümünü Yüklenim
 - Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

(c) Halka Arz'da Satış Yöntemlerinin Analizi

- Talep Toplama Yöntemi
 - Sabit fiyatla talep toplama yöntemi
 - Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi
- Talep Toplamadan Satış Yöntemi
- Borsada Satış Yöntemi
- Direkt Satış Yöntemi

(d) Şirketlerin Hisse Performanslarının Analizi

- Şirketlerin Finansal Performanslarının Analizi
- Değerleme Raporu ve Değerleme Uzmanı
- Sermaye İhtiyacı
- Vergi Avantajları
- Likidite Avantajı
- Hisse Senetlerinin Pazar Değerinin Belirlenmesi
- Sermaye Kullanımında Etkinliğin Arttırılması

- Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınma
- Kurumsallaşma
- İkincil Halka Arz İmkânı

(e) Şirketlerin Halka Açılma Maliyetleri

Yapılan literatür taramasında elde edilen bilgilere, İMKB vak'a çalışmasının sonuçlarına ve İMKB pilot çalışmasından elde edilen bilgilere dayanılarak aşağıda sıralanan 10 adet araştırma değişkeni seçilmiştir (Seçilmiş Değişkenler):

- Yıl Önce
- Halka Arz Şekli
- Aracılık Şekli
- Satış Yöntemi
- Halka Arz Oranı
- Toplam Hasılat
- Yatırımcı Sayısı
- Yatırımcı Başına Hasılat
- Mali Başarı
- Son Halka Açılma Oranı

Not: Toplam Hasılat ve Yatırımcı Başına Hasılat değerleri Amerikan Doları olarak.

3.4.2. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri ve Belirleyicileri için Çoklu Regresyon Analizleri Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Halka arz uygulamalarının seçilmiş değişkenleri arasında nedensellik analizleri (a) korelasyon analizi ve (b) çoklu regresyon analizleri ile yapılmıştır. Korelasyon analizi seçilmiş değişkenler arasında yüksek nedensellik ilişkilerinin bulunduğuna işaret etmiştir. Halka arz uygulamaları başarısının betimleyicileri ve belirleyicileri için seçilmiş değişkenleri kapsayacak şekilde yapılan çoklu regresyon analizleri sonucunda aşağıda sıralanana iki belirleyici ve üç betimleyici değişken seçilmiştir.

Belirleyiciler:

- a) Toplam Hasılat
- b) Yatırımcı Sayısı

Betimleyiciler:

- a) Halka Arz Şekli
- b) Mali Başarı
- c) Son Halka Açılma Oranı

3.4.3. Halka Arz Uygulamaları Başarısını Betimleyicilerin Serbest (Diğer) Araştırma Değişkenlerine Göre Farklılaşma Analizleri Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Araştırmanın seçilmiş değişkenlerinden halka arz uygulamaları başarısını betimleyicilerin (bağımlı değişkenler); yine halka arz uygulamaları başarısını belirleyiciler ve betimleyiciler arasına girmeyenlerine (bağımsız değişkenler) göre farklılaşma durumları analiz edilmiştir. Analizlerin sonuçları aşağıdaki tabloda bir karar matrisi şeklinde özetlenmiştir.

Tablo 3.74. Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicilerinin Farklılaşma Karar Matrisi

		Serbest (diğer) Değişkenler (Bağımsız Değişkenler)			
		Yıl Önce	Aracılık Şekli	Satış Yöntemi	Halka Arz Oranı
Betimleyiciler (Bağımlı Değişkenler)	Halka Arz Şekli	-	-	X	X
	Mali Başarı	-	-	-	-
	Son Halka Açılma Oranı	-	-	X	X

X: Farklılık belirlendi; -: Farklılık belirlenmedi.

Betimleyicilerden Halka Arz Şekli'nin ve Son Halka Açılma Oranı'nın serbest (diğer) değişkenlerden Satış Yöntemi ile Halka Arz Oranı'na göre farklılaştığı bulunmuştur. Durum aşağıdaki tablolarda önce Halka Arz Şeklinin bağımsız değişken olduğu analizlere ait olmak üzere özet olarak ele alınmaktadır.

Tablo 3.75. Halka Arz Şekli'ne Göre Toplu Değerlendirme

Bağımsız Değişkenler				Bağımlı Değişken	
Puan	Satış Yöntemi	Puan	Halka Arz Oranı	Puan	Halka Arz Şekli
3	Borsada Satış	1	%17 ve daha az	1	Ortak Satışı
1	Sabit Fiyatla Talep Toplama	3	%30 dan çok	2	Sermaye Artırımı
2	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	2	%17den çok - %30 ve daha az	3	Sermaye artırımı ve Ortak Satışı birlikte

Yukarıdaki tabloda bulunan ordinal şekilde puan sırası almış olan Halka Arz Şekli bağımlı değişkenin durumu, analizdeki bağımsız değişken olan Halka Arz Oranı puanları kardinal şekilde artan sırasında okunacak olursa en düşük Halka Arz Oranı grubunda (%17 ve daha az) Ortak Satışı'nın; orta grupta (%17den çok - %30 ve daha az) Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı Birlikte halka arz şeklinin; en yüksek Halka Arz Oranı grubunda (%30 dan çok) ise Sermaye Artırımı halka arz şeklinin kullanıldığı gösterilmektedir.

Tablo 3.76. Son Halka Açılma Oranı'na Göre Toplu Değerlendirme

Bağımsız Değişkenler				Bağımlı Değişken	
Puan	Satış Yöntemi	Puan	Halka Arz Oranı	Puan	Son Halka Açılma Oranı
2	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	1	%17 ve daha az	1	%33den az
1	Sabit Fiyatla Talep Toplama	2	%17den çok - %30 ve daha az	2	%33-66
3	Borsada Satış	3	%30 dan çok	3	%66dan çok

Betimleyicilerin, serbest (diğer) değişkenlerden Yıl Önce ile Aracılık Şekli değişkenlerine göre farklılaşmadıkları bulunmuştur.

Ayrıca, betimleyicilerden Mali Başarı değişkeninin serbest (diğer) değişkenlerden hiçbirine göre farklılaşmadığı bulunmuştur. Bu durum Mali Başarı'yı belirleyiciler ve betimleyiciler arasında merkezi bir durumu getirmiştir.

Sonuç olarak betimleyicilerden Halka Arz Şekli'nin ve Son Halka Açılma Oranı'nın serbest (diğer) değişkenlerden Satış Yöntemi ile Halka Arz Oranı'na göre farklılaştığı bulunmuştur. Halka Arz Şekli olarak en düşük Halka Arz Oranı grubunda (%17 ve daha az) Ortak Satışı'nın; orta grupta (%17den çok - %30 ve daha az) Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı Birlikte halka arz şeklinin; en yüksek Halka Arz Oranı grubunda (%30 dan çok) ise Sermaye Artırımı halka arz şeklinde kullanıldığı bulunmuştur. Betimleyicilerin, serbest (diğer) değişkenlerden Yıl Önce ile Aracılık Şekli değişkenlerine göre; betimleyicilerden Mali Başarı değişkeninin ise serbest (diğer) değişkenlerden hiçbirine göre farklılaşmadığı bulunmuştur. Bu durumda Araştırma alt sorusu (1): "Halka arzın başarısının belirleyicileri nelerden etkilenmektedir?" cevaplandırılmış olmuştur.

3.4.4. Mali Stratejinin Halka Arz Uygulamaları Başarısının Betimleyicileri Arasındaki Önemi ve Rolünün Değerlendirilmesi

Mali Başarının halka arz uygulamaları başarısının betimleyicilerinin arasında yer alması ve farklılaşma analizlerinde farklılaşmalara girememesi, onun başka bir merkezi değişken olduğuna işaret ettiğini düşündürmüştür. Bunun üzerine girilen farklılık analizlerinde Mali Başarının, Son Halka Açılma Oranına göre farklılaştığı yapılan analizler sonucunda bulunmuştur. Sonuç olarak Araştırma alt sorusu (2): "Son halka arz oranı mali başarıdan (sermayeye dayalı) etkilenmekte midir?" olumlu şekilde cevaplandırılmış olmuştur.

Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na göre asimetric bir farklılaşması söz konusudur. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 3.77. Mali Başarı'ya Göre Toplu Değerlendirme

Bağımsız Değişken		Bağımlı Değişken	
Puan	Son Halka Açılma Oranı	Puan	Mali Başarı
3	%66dan çok	1	0\$ dan az (negatif)
2	%33-66	2	0-100 mio\$
1	%33den az	3	100mio\$ dan çok

Yukarıda özetlenen mali stratejinin halka arz uygulamaları başarısının belirleyicileri arasındaki yerine ait analizlerin sonuçlarına göre Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na göre ters yönde hareket ettiği görülmüştür. Buna dayanarak Son Halka Açılma Oranları yüksek olan uygulamaların Mali Başarılarının düşük olduğu (ya da tersinin olduğu) söylenebilir. Diğer bir deyiş ile Mali Başarı'nın düşük olması durumunun halka açılma oranının yüksek olması durumu tarafından etkilendiği söylenebilir. Buradan, gerek yatırımcılar ve gerek ise düzenleyici ve denetleyici kurumların Son Halka Açılma Oranı yüksek olan halka arz uygulamalarına özel bir önem vermeleri gerektiği sonucu çıkarılabilir.

SONUÇ

Araştırmanın kapsamını ve çerçevesini belirlemek üzere yapılan literatür incelemesi çalışmalarında; para piyasası, sermaye piyasası ve finansal piyasaların hiyerarşik işleyiş tarzı bağlamında olmak üzere, halka arz konusunun sermaye piyasasından beslenen bir finansal sistem olduğu yönünde belirlemeler yapılmıştır. Şirketlerin sermaye yapısına yönelik kararlar dizgesinde önemli bir yeri olan kar payı ödemelerinin halka açılmadaki önemi üzerinde durulmuş ve bu kapsamda literatürde geliştirilmiş kar payı düzenleri çalışılmıştır. Şirketler açısından halka açılmanın hedefleri, beklentileri ve maliyetleri gibi etkililik ve verimlilik boyutları bulunmaktadır. Böylece halka açılma konusu hem yatırımcılar hem de halka açılan şirketler açısından karşılıklı değerlendirilmesi gereken bir konu olarak tespit edilmiştir. Halka açılma işlemlerinin finansman işleri alanında profesyonel hizmetler gerektirdiği ve finansman alanında buna yönelik aracılık hizmetlerinde kullanılabilecek yöntemler geliştirildiği sonucuna varılmıştır.

Sermaye piyasalarının küreselleşen ekonomik düzendeki gelişmeler ve artan rekabet koşulları karşısında ayakta durmaya çalışan şirketlerin kaynak yaratma çabaları içinde önemli bir yer tuttuğu literatürde geniş şekilde yer aldığı bulunmuştur. Sermaye piyasasında yürütülen işlemler şirketlere yatırımları için gerekli finansmanın temini, likiditenin sağlanması, ulusal ve uluslararası piyasalarda bilinirliğinin artması ve kurumsal kimliğin oluşumu gibi faydalar da sağlarlar. Bu finansmanın kaynağı ise genellikle parasal piyasalardır. Bu anlamda yatırımcıların yer aldığı para piyasaları ile şirketlerin yer aldığı sermaye piyasaları arasında oluşan bilgi asimetrisi, halka açılmada aşılması gereken zorlukları da ifade etmektedir.

Halka arz süreci ve yapılacak öz hazırlıkların belirli süreçler dahilinde ve bir düzen içerisinde yapılması gerektiği literatür bulguları arasında yer almıştır. Bunlar halka açılmada öylesine işlemsel adımlardır ki halka açılma ancak SPK ve İMKB incelemeleri sonunda alınabilecek onay ile gerçekleşebilmektedir. Bu prosedürler bir yandan halka arzın finansman profesyonelliği açısından gerekliliklerini düzenler iken diğer yandan para piyasasından sermaye piyasasının finansman piyasasına doğrudan (örneğin bankacılık açısından mevduat-kredi halkasının ikisini birden düzenleyen)

sağlanan fon akışının sağlığını da denetlemektedir. Yatırımcının sağlıklı karar verebilerek halka arza katılması ile bir şirketin finansmanının sağlanması düzenekleri yerine getirilmesi bir anlamda asgari koşullar olarak değerlendirilmiştir.

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasaların güven içinde çalışması bu piyasanın devamlılığı ve istikrarı açısından da oldukça önemlidir. Tasarruflarını bu piyasada değerlendiren yatırımcıların şirketlerden aldıkları kar payı ve senetlerin değer kazanmasından sağlayacakları kazançlar üzerinde beklentisi bulunur. Şirketlerin sermaye sağladığı süreç birincil halka arz sürecidir.

Halka açık bir şirket olmanın gerektirdiği kurumsal yapı, şirketlerin sermaye piyasalarını düzenleyen kurumların denetim ve gözetimi altında faaliyet göstermeleri, şirketlerin mali tablo ve özel durumları açıklama zorunlulukları ve bağımsız denetim zorunluluğu gibi hususları gerekli kılar. Gelişmiş sermaye piyasalarında bu işlemler ve süreçler yapılması gereken asgari koşulların üzerine çıkılmasının, gerek yatırımcıların gerek ise halka açılmış olan şirketlerin çıkarına olduğuna işaret ettiği belirlenmiştir. Şirketler böylece yalnızca etik bir sorumluluk olarak değil fakat aynı zamanda ekonomik bir gereklilik olarak yapılması gerekenlerin üzerinde kurumsal etkinlikler geliştirmişlerdir. Kurumların sosyal sorumluluklarının geliştirildiği ve kurumsal varlıklarının sürdürülebilirliğinin desteklediği böylesi etkinliklerin şirketlerin başarılarını arttırıcı rol oynadığı da değerlendirilmiştir.

Araştırmanın amacı İMKB’de halka arz uygulamalarını ele almak ve analiz etmektir. Araştırmanın bu amacına yönelik olarak iki araştırma sorusu vardır: (1) Halka arz uygulamalarının başarı koşulları hangi unsurlara dayanmaktadır? (Halka arz başarısının belirleyicileri nelerdir?) ve (2) Halka arz başarısının belirleyicilerini betimleyen unsurlar nelerdir? (Halka arzın başarısının betimleyicileri nelerdir?).

Yukarıdaki araştırma sorularına bağlı olarak iki araştırma alt sorusu da geliştirilmiştir: (1) Halka arzın başarısının belirleyicileri nelerden etkilenmektedir? ve (2) Son halka arz oranı mali başarıdan (sermayeye dayalı) etkilenmekte midir?

Araştırma önce bir pilot çalışmanın sonucuna dayalı olarak araştırma değişkenlerinin seçilmesi ile başlamış daha sonra araştırmada toplanan verilere dayanarak araştırma alanını tanıtmış ve gerekli ilişki analizleri için nedensellik testlerinin öncülü olan korelasyon analizleri yapılmıştır. Pilot çalışmada (a) Halka Arz Yöntemlerinin Analizi, (b) Halka Arza Aracılık Türlerinin Analizi, (c) Halka Arz'da Satış Yöntemlerinin Analizi ve (d) Şirketlerin Halka Açılma Maliyetlerinin Analizleri yapılarak bunlara dayalı seçilmiş araştırma değişkenleri belirlenmiştir. Yapılan çoklu regresyon analizlerinin sonucuna göre halka arz uygulamalarının başarısının belirleyicileri ve bu belirleyicilerin betimleyicileri belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre halka arz uygulamalarının başarısının belirleyicileri Toplam Hasılat ve Yatırımcı Sayısı iken bunların betimleyicileri Halka Arz Şekli, Mali Başarı ve Son Halka Açılma Oranı'dır.

Çoklu karşılaştırma analizleri ile detaylandırılarak yürütülen farklılaşma analizleri ile Mali Başarının farklılaşmasına yönelik duyarlık analizleri yapılmıştır. Bu farklılaşma analizlerine göre halka arz uygulamaları başarısının betimleyicilerinden olan Halka Arz Şekli'nin ve Son Halka Açılma Oranı'nın serbest (diğer) değişkenlerden Satış Yöntemi ile Halka Arz Oranı'na göre farklılaştığı bulunmuştur. Halka Arz Şekli olarak en düşük Halka Arz Oranı grubunda (%17 ve daha az) Ortak Satışı'nın; orta grupta (%17den çok - %30 ve daha az) Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı Birlikte halka arz şeklinin; en yüksek Halka Arz Oranı grubunda (%30'dan çok) ise Sermaye Artırımı halka arz şeklinde kullanıldığı bulunmuştur. Betimleyicilerin, serbest (diğer) değişkenlerden Yıl Önce ile Aracılık Şekli değişkenlerine göre; betimleyicilerden Mali Başarı değişkeninin ise serbest (diğer) değişkenlerden herhangi birine göre farklılaşmadığı bulunmuştur. Bu durum Mali Başarı'yı belirleyiciler ve betimleyiciler arasında merkezi bir durumu getirmiştir.

Mali Başarının halka arz uygulamaları başarısının betimleyicilerinin arasında yer alması ve farklılaşma analizlerinde farklılaşmalara girmemesi onun başka bir merkezi değişken olduğuna işaret ettiği düşünülmüştür. Bunun üzerine Mali Başarının girilen farklılık analizlerinde diğer halka arz uygulamaları başarısının betimleyicilerinden Son Halka Açılma Oranı'na göre farklılaştığı yapılan

analizler sonucunda bulunmuştur. Bu farklılaşmada Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na göre asimetrik olarak farklılaşması söz konusudur. Mali Başarı'nın Son Halka Açılma Oranı'na göre ters yönde hareket ettiği (Mali Başarı azalırken Son Halka Açılma Oranı'nın arttığı, Mali Başarı artarken Son Halka Açılma Oranı'nın azaldığı) görülmüştür. Buna dayanarak Son Halka Açılma Oranları yüksek olan uygulamaların Mali Başarılarının düşük olduğu (ya da tersinin olduğu) söylenebilir. Diğer bir deyiş ile Mali Başarı'nın düşük olması durumunun halka açılma oranının yüksek olması durumu tarafından etkilendiği söylenebilir. Buradan, gerek yatırımcılar ve gerek ise düzenleyici ve denetleyici kurumların Son Halka Açılma Oranı yüksek olan halka arz uygulamalarına özel bir önem vermeleri gerektiği sonucu çıkarılabilir.

Araştırmada verilerin işlenmesinde SPSS (Statistical Package for Social Sciences) Versiyon 16 bilgisayar paket programı kullanılmıştır.

Araştırma bulgularının birleştirilerek yorumlanmasından halka arz uygulamalarının başarı koşullarının toplam hasılatı arttırmada ve mümkün olan en çok sayıda yatırımcıya erişmiş olduğu sonucu çıkarılabilir. Toplam hasılatın arttırılmasında halka arz edilen hisse senetlerinin değerlemesinde kaydedilecek isabet önemli rol oynamaktadır. Ancak ülkemizde, İMKB'de yer almış olsalar bile kurumsal sosyal sorumluluklar düzeyinde belirli bir yetersizlikten söz etmek mümkündür. Yasa ve yönetmeliklerin halka açılma uygulamaları işlem, süreç ve ruhsatları ile ilgili olarak öngörülenlerin, yapılması gerekli olanlar arasında bir üst sınır olarak görülmesinin kurumsal yönetim ilkelerinden şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkelerinin geliştirilerek uygulanmasına birer engel niteliği taşıdığı söylenebilir.

Yukarıda söz edilen hususların yanı sıra, yatırımcıların da kendi hak ve sorumluluklarını yeterince bildiğini söylemek olanaklı görülmemektedir. Buna göre mali başarısına ait bilgileri şeffaf şekilde açıklamayan şirketler yatırımcılar ile bilgi asimetrisi uçurumunun açılmasına yol açabilmektedirler. Viyana'daki Ulusal Yatırımcı İlişkileri Enstitüsü (National Investor Relations Institute-NIRI)'nin Finansal Piyasa Bütünlüğü çalışma grubunun (CFA Centre for Financial Market

Integrity) 2004 yılında yaptığı Analist ile Kurumsal İhraççı İlişkilerinin Yönetişiminin En İyi Uygulamalar Kılavuzu (*Best Practice Guidelines Governing Analyst-Corporate Issuer Relations*) adlı çalışması bu sonuçları destekler özelliğindedir.

Mali başarı bilgisinin yatırımcıları hem hisse senetlerinin değeri hem de şirket değeri konusunda önemli derecede etkileyebildiği göz önüne alındığında, halka arzların daha başarılı olabilmeleri için şirketlere yatırımcılarına daha güncel bilgileri şeffaflık ilkesi dahilinde vermeleri önerilmeye değer bir husus olarak görülebilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Afrashi, Arman, **Borsada Kazanmak**, 2. Basım, Beta Basım, İstanbul, 2004.
- Ağır, Hüseyin, **İMKB'nin Ekonomik Büyüme Katkısının Ekonometrik Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahraman Maraş, 2003.
- Akbulak, Sevinç ve Akbulak, Yavuz, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, Beta Basım, İstanbul, 2004.
- Akbulak, Sevinç, **Şirketlerin Halka Açılması**, Yeterlilik Etüdü, Dönem: 7-9, SPK Denetleme Dairesi, Ankara, 1991.
- Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, 7. Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65, Avcıol Yayınları, İstanbul, 1998.
- Akyüz, Müfit ve Ertel, Nesrin, **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, Dünya Yayınları, İstanbul, 1990.
- Akyüz, Yılmaz, **Emek-Değer Teorisi ve Nitelikli İşgücü Sorunu**, Ankara Üniversitesi Basımevi, Ankara, 1980.
- Ataman, Ümit ve Kibar, Halil, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999.
- Ayoğlu, Tolga, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008.
- Bolak, Mehmet, **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 2. Basım, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1994.
- Bradford, Cornell, Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making, Business One Irwin Yayınevi, New York, 1993.
- Brigham, Eugene F., **Fundamentals of Financial Management**, 7th ed., Dryden Press, Fort Worth, 1995.
- Canbaş, Serpil ve Doğukanlı, Hatice, **Finansal Pazarlar**, Beta Yayınevi, İstanbul, 1997.
- Cesur, Ahmet Mithat, **Özelleştirme ve Firma Değerlemesi**, Özelleştirme İdaresi Proje Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, 1993.
- Chambers, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2005.
- Comeland, Tom; Koller, Tim ve Murrin, Jack, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, 10. Basım McKinsey and Co., Inc., New York, 1994.
- Coşkun, Metin, **Sermaye Piyasaları**, Birlik Ofset Yayıncılık, Eskişehir, 2005.
- Dağlı, Hüseyin, **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 2. Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon, 2004.
- Dudu, Murat, **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, SPK Yayını, Yayın No: 27, Ankara, 1996.

- Ertuna, İbrahim Özer, **Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 1987.
- Gage, William L., **Değer Analizi**, Milli Produktivite Merkezi Yayınları No. 44, Ankara, 1969.
- Guatri, Luigi, **The Valuation of Firms**, Blackwell Publishers, Oxford, 1994.
- Günel, Vural, **Sermaye Piyasası Hukuku**, SPK Yayın No: 5, Ankara, 1987, s. 109.
- Horne, James C. Van, **Finansal Yönetim ve Politikaları**, Çev. Osman Tekok, Demir Yener, Selim Bekçioğlu ve Güngör Keşci, Akçay Matbaası, Ankara, 1982.
- İMKB, **Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda Halka Arz**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İstanbul, 2009.
- İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Yayınları, 16. Basım, İstanbul, 2001.
- Karlı, Muharrem, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 5. Basım, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003.
- Kepekçi, Celal, **Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 6, Eskişehir, 1983.
- Koç, İdil Özlem, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayını, No: 118, Ankara, 1998.
- Konuralp, Gürel, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Basım, İstanbul, 2001.
- Korgun, Aynur, **Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri**, T.C. Başbakanlık, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: XIV-12/6-4, Ankara, 1999.
- Magni, Carlo Alberto, **Relevance or Irrelevance of Retention for Dividend Policy Irrelevance**, MPRA (Munich Personal RePEc Archive) Working Paper No. 5591, University Library of Munich, 2007, Munich.
- MEGEP, **Şirket Analizi Yapmak- Muhasebe ve Finansman**, T.C. Millî Eğitim Bakanlığı, Meslekî Eğitim Ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi (MEGEP), Ankara, 2007.
- Michael, C. Ehrhardt, **The Search for Value, Measuring The Company's Cost of Capital**, Harvard Business School Press, Financial Management Association Survey and Synthesis Series, Boston, 1994.
- Mirza, Suat, **Sermaye Piyasası, Türkiye'deki Durumu ve Muhtemel Gelişmesi**, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No. 29-6, Eskişehir, 1965.
- NIRI, **Annual Report 2008**, National Investor Relations Institute, Vienna, 2009.
- NIRI, **Best Practice Guidelines Governing Analyst-Corporate Issuer Relations**, National Investor Relations Institute (NIRI), Centre for Financial Market Integrity (CFA), Vienna, 2004.
- Peker, İbrahim, **Ekonomik Katma Değer**, SPK Yayını, Ankara, 1997.
- Ross, Stephan A.; Westerfield, R. Randolph W. ve Butler, Kirt, **Instuctor's Manual to Accompany, Corporate Finance**, 5. Baskı, Mirror/Mosby College Publishing, Missouri, 1998.

- Samuels, J.M.; Wilkes, F.M.; Brayshaw, R.E. ve Bradshaw, R.E., **Management of Company Finance**, Nelson, London, 1975.
- Sancak, İbrahim Ethem, **Türkiye'nin Beş Yüz Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları**, Yeterlilik Etüdü, Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: 14-8/7-5, 14.10.1999, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Denetleme Dairesi, Ankara, 1999.
- Sarıkamış, Cevat, **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım, İstanbul, 1995.
- Sarıkamış, Cevat; Aydın, Nurhan ve Sevil, Güven, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, 2. Baskı, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 957, Eskişehir, 2002.
- Seyidoğlu, Halil, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992.
- SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Klavuzu**, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Yayınları, Ankara, 2007.
- Sumer, Ayşe, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, 3. Basım, Alfa Basım, İstanbul, 2002.
- Şengül, Selami, **100 Soruda Halka Açılma**, ASO Yayınları, Ankara, 1997.
- Tekinalp, Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, İstanbul, 1982.
- Tevfik, Arman ve Tevfik, Gürman, Simülasyon Yaklaşımlarıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması, SPK Yayınları, Yayın No: 56, Ankara, 1996.
- TSPAKB, **Analiz Yöntemleri**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Sermaye Piyasası Faaliyetleri, İleri Düzey Lisansı Eğitimi, İstanbul, Şubat 2009.
- TSPAKB, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları Eğitim Klavuzu**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Levent, İstanbul, 2009.
- TSPAKB, **Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar**, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Levent, İstanbul, Ekim 2009.
- TSPAKB, **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği (TSPAKB) Yayınları, İstanbul, 2007.
- Tuncer, Selahattin, **Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori- Uygulama)**, Okan Yayıncılık, İstanbul, 1985.
- Ünal, Oğuz Kürşat, **Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar**, Yaklaşım Yayınları, Ankara, 1997.
- Vuyksteke, Charles, **Techniques of Privatization of State Owned Enterprises, Methods and Implementation: Volume I**, The World Bank ,Washington, D.C., 1989.
- Weston, J. Fred; Besley, Scott ve Brigham, Eugene F., **Essentials of Managerial Finance**, 11th ed., Dryden Press, Fort Worth, 1996.

- Williamson, J. Peter (Editor), **Investment Banking Handbook**, 3. Basım, John Wiley and Sons Yayınları, New York, 1998.
- Yanlı, Veliye, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Yayın, İstanbul, 2005.
- Yazıcı, Kuddusi, **Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri**, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi Başkanlığı, Ankara, Ağustos 1997.
- Zafer Sayar, **Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 146, Ankara, 2003.

Makaleler

- Akbulak, Yavuz, "Anonim Şirketlerin Halka Açılmaları ve Sonuçları", **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Mart-Nisan 2003, Yıl: 40, Sayı: 469, s. 26-42.
- Akdış, Muhammet, "Türkiye'de Sermaye Piyasası", **Maliye Dergisi**, Mayıs-Haziran 1989, Sayı: 94, s. 49-57.
- Akkaya, Şahin, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi İdaresi", **Vergi Sorunları Dergisi, Maliye Kontrolörler Derneği Yayınları**, Haziran 1995, Sayı: 81, s. 92-109.
- Arslan, Özgür, "Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2008, 26 (1), s. 85-98.
- Baker, H. Kent ve Powell, Gary E., "How Corporate Managers View Dividend Policy", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Spring, 1999, 38 (2), s. 17-35.
- Bayrakdaroğlu, Ali ve Ege, İlhan, "Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Riski Dikkate Alan Yaklaşımların Uygulanabilirliğinin Analizi: Kayseri İli İmalat Sanayinde Bir Uygulama", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Ekim 2006, 1 (2), s. 87-104.
- Bhattacharya, Sudipto, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", **The Bell Journal of Economics**, Spring, 1979, 10 (1), s. 259-270.
- Black, Fisher, "The Dividend Puzzle", **The Journal of Portfolio Management**, Special Issue, 1996, s. 8-12. [Orijinali: **Journal of Portfolio Management**, Winter 1976, 2, s. 5-8.]
- Bozbura, F. Tunç ve Toraman, Ayhan, "Türkiye'de Entellektüel Sermayenin Ölçülmesi ile İlgili Model Çalışması ve Bir Uygulama", **İTÜ Dergisi/Mühendislik**, Şubat 2004, 3 (1), s. 55-66.
- Chambers, Nurgül, "Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Türk Sermaye Piyasasının Uyumu", **Mali Çözüm** (İSMMMO Yayın Organı), No. 71, Nisan Mayıs Haziran 2005, s. 127-143.
- Chung, Richard; Firth, Michael ve Kim, Jeong-Bon, "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", **Journal of Business Research**, 2005, 58 (6), s. 766-776.

- Cohen, David, "Valuation in the Context of Share Appraisal", **Emory Law Journal**, 1985, Vol. 34, s. 117-155.
- Demirbaş, Muzaffer, "Türkiye'de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl: 2000, Cilt: 5, Sayı: 2, s. 81-92.
- Dong, Ming; Robinson, Chris A. ve Veld, Chris, "Why Individual Investors Want Dividends", **Journal of Corporate Finance**, 2005, 12, s. 121-158.
- Easterbrook, Frank H., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, Sep., 1984, 74 (4), s. 650-659.
- Erim, Neşe ve Türk, Armağan, "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2005, Sayı:10, s. 21-45.
- Ertuğrul, Murat, "Bilgi Çağında İşletmelerin Yeni Kaynağı: Entelektüel Sermaye", **Active Finans ve Bankacılık Dergisi**, Ekim-Kasım, 2000, 3 (15), s. 75-85.
- Fama, Eugene F. ve Blacomin, Harvey , "Dividend Policy: An Empirical Analysis", **Journal of the American Statistical Association**, Dec., 1968, 63 (324), s. 1132-1161.
- Farrelly, Gail E. ve Baker, H. Kent, "Corporate Dividends: Views of Institutional Investors", **Akron Business and Economic Review**, Summer, 1989, 20 (2), s. 89-100.
- Gordon, Myron J., "The Savings Investment and Valuation of a Corporation", **The Review of Economics and Statistics**, Feb., 1962, 44 (1), s. 37-51.
- Gugler, Klaus ve Yurtoğlu, B. Burçin, "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", **European Economic Review**, 2003, 47, s. 731-758.
- Jensen, Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **American Economic Review**, 1986, 76 (2), s. 323-329.
- John, Kose ve Williams, Joseph, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium", **The Journal of Finance**, Sep. 1985, 40 (4), s. 1053-1070.
- Kahneman, Daniel ve Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", **Econometrica**, Mar. 1979, 47 (2), s. 263-292.
- Kaufman, Henry, "Public Policy and the Markets: Behavior of the Economy", (Date of the speech: Feb. 2002), **Vital Speeches of The Day**, Ritsumeikan Asia Pacific University, March 3rd 2002, Vol. 68, No. 8, s. 235-238.
- Kesbiç, Cüneyt Yenal, "1980 Sonrası Dönemde Kamu Kesiminin Özel Kesimi Dışlama Etkisi: Bir Model Analizi", **D.E.Ü.- İ.İ.B.F. Dergisi**, Kasım 1998, Cilt:13, Sayı: 2, s. 147-161.
- Kissin, Warren ve Zulli, Ronald, "Valuation of a Closely Held Business", **Journal of Accountancy**, June 1988, Cilt: 165, Sayı: 6, s. 38-44.
- Küçükaksoy, İsmail ve Aslan, Özgür, "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", **İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Aralık 2006, Sayı: 4, s. 12-28.
- Küçükkocaoğlu, Güray ve Alagöz, Ayşegül, "Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Etkinliği Üzerine Bir İnceleme", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (MÖDAV)**, Haziran 2006, 8 (2), s. 3-4.

- Küçükkoçaoğlu, Güray, “Sermaye Piyasası Kurulu, Aracı Kurumlar”, **Finansal Pazarlar**, Başkent Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Ankara, 2004, s. 1-12.
- La Porta, Rafael; Lopez-de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei ve Vishny, Robert W., "Law and Finance", **The Journal of Political Economy**, Dec. 1998, 106 (6), s. 1113-1155.
- Laing, Jonathan R., “After the Bubble- A long, hard market lies ahead. How to find opportunity”, **Barrons Magazine**, June 29th 2002, s. 1-10.
- Lang, Larry H.P. ve Litzenberger Robert H., "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", **Journal of Financial Economics**, 1989, 24, s. 181-191.
- Lintner, John, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", **The American Economic Review**, May, 1956, 46 (2), s. 97-113.
- Magni, Carlo Alberto ve Vélez-Pareja, Ignacio, “Potential Dividends Versus Actual Cash Flows in Firm Valuation”, **ICFAI Journal of Applied Finance**, July 2009, 15 (7), s. 51-66.
- Miller, Merton H. ve Modigliani, Franco, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, Oct., 1961, 34 (4), s. 411-433.
- Miller, Merton H. ve Rock, Kevin, "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, Sep., 1985, 40 (4), s. 1031-1051.
- Mori, Naoya, “Tax Clientele Effects of Dividends Under Intertemporal Consumption Choices”, **Journal of Banking and Finance**, May 2010, 34 (5), s. 1089-1097.
- Moroğlu, Erdoğan, “Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu”, **Makaleler I**, Makale 22, İstanbul, 2006, s. 279-289.
- Oksay, Suna, “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Yeni Yasal Düzenlemeler”, **Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi**, Haziran 2000, Sayı:13, Yıl: 6, Cilt: 3, s. 1-8.
- Özkan, Gürsel, “Değerleme Yöntemleri”, **Mali Hukuk**, Mayıs-Haziran1995, Sayı: 57, s. 7-15.
- Park, James J., “Shareholder Compensation as Dividend”, **Michigan Law Review**, Dec., 2009, 108 (3), s. 323-371.
- Rozeff, Michael S., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", **The Journal of Financial Research**, Fall, 1982, 5 (3), s. 249-259.
- Saygılı, Fatih, “Finansal Serbesleşmenin, Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi, **Ege Akademik Bakış**, Yıl: 2001, Cilt: 1, Sayı: 1, s. 165-184.
- Shefrin, Hersh M. ve Thaler, Richard H., **An Economic Theory of Self-Control**, NBER Working Paper No. 208 (R), July 1978, s. 1-46.
- Shefrin, Hersh ve Statman, Meir, “Behavioral Portfolio Theory”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, June 2000, 35 (2), s. 127-151.
- Stanley, Curtis H., “Cost-Basis Valuations in Transactions Between Entities”, **The Accounting Review**, July 1964, Cilt: 39, Sayı: 3, s. 639-647.

- Süel, Hasan, “Şirket Değerlemesi”, **İktisat İşletme ve Finans**, Aralık 1995, Cilt: 10, Sayı: 117, s. 62-64.
- Şamiloğlu, Famil, “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Bir Değerlendirme”, **Mali Çözüm, İSMMO Yayın Organı**, Nisan-Mayıs-Haziran 2001, Sayı: 55, s. 84-93.
- Taner, Berna ve Akkaya, G. Cenk, “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Academic Review**, Ocak-Temmuz 2003, Cilt 3, Sayı 1-2, s. 1-7.
- Yılmaz, Mustafa Kemal, “Türk Sermaye Piyasası’nda Birincil Halka Arz Yoluyla Kaynak Temini: Kantitatif Bir Yaklaşım”, **Muhasebe Bilim ve Dünya Dergisi (MÖDAV)**, Haziran 2003, Cilt: 5, Sayı: 2, s. 81-105.

Tezler

- Albez, Abdulkadir, **Halka Açılmanın Anonim Şirketlerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, T.C. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 2003.
- Ay, Hakkı Mümin, **Ekonomik Kalkınmanın Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas, 1997.
- Dalgeç, Ayşen, **İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1992.
- Gegin, Eren, **Halka Arz ve İMKB’deki Halka Arzların Kısa Dönem Fiyat Performansı Tekstil Sektörü Üzerine Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2001.
- Kargı, Nihal, **Ekonomik Kalkınmada Sermaye Piyasasının Rolü ve Tasarrufların Alternatif Yatırım Araçları Arasında Dağılımı: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 1996.
- Koçyiğit, Murat, **Şirketlerin Halka Açılması ve Türkiye’de Halka Açılan Şirketlerde Kullanılan Değerleme Yöntemleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, T. C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 1997.
- Mazgit, İsmail, **Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1991.
- Şarsel, N. Murat, **How to Privatize Public Enterprises In Turkey? Alternative Methods of Valuation**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1992.
- Şener, Halil, **İşletmelerde Birleşme ve Devralmalar**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 1995.

- Türüdü, Engin, **Ülkemizde İlk Kez Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı ve Diğer Ülkelerle Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2001.
- Ülgener, M. Alp, **Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve Temel Analiz**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Anabilim Dalı, İstanbul, 1994.
- Vatansever, Mümin, **Hisse Senedi Değerlemesi ve Türkiye'den Bir Örnek**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Anabilim Dalı, İstanbul, 1994.
- Yücel, Rahmi, **Firma Değerlemesinde Muhasebe Karlarının Rolü: İMKB'de Ampirik bir Çalışma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Kocaeli, 2005.
- Yükseltürk, Osman, **İşletmelerde Kârı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Kârı Yüksek Gösterme Eğilimleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Denetim Doktora Programı, İstanbul, 2006.

Tebliğler

- Crockett, Jean ve Friend, Irwin, **Dividend Policy in Perspective: Can Theory Explain Behavior?**, Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers from Wharton School Rodney L. White Center for Financial Research, Working Paper No. 4-88, Philadelphia, 1988, s. 1-27.
- Frankfurter, George M. ve Wood, Bob G. (Jr.), **Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests**, Tebliğ, 6th Alternative Perspective on Finance Conference, the University of Hamburg Hamburg, 2002.
- Güloğlu, Bülent ve Bekçioğlu, Selim, **İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama**, Tebliğ, ODTÜ 5. Uluslararası İktisat Kongresi, Ankara, Eylül 2001, s. 1-5.
- İnağ, Nihal, **Sermaye Piyasası ve Gelişmeleri Analizi**, T.C. Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No. 9412, Ankara, 1994, s. 335-369.
- Magni, Carlo Alberto, **Relevance or Irrelevance of Retention for Dividend Policy Irrelevance**, MPRA (Munich Personal RePEc Archive) Working Paper No. 5591, University Library of Munich, 2007, Munich.

Diğer Kaynaklar

- 19 Numaralı **Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar** Tebliği (01.03.1995 tarih, 22217 sayılı T.C. Resmi Gazete).

- 2499 Numaralı **Sermaye Piyasası Kanunu** (30.7.1981 tarih, 17416 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı SPK, m. 3/c.
- 6763 Numaralı **Türk Ticaret Kanunu** (9.7.1956 tarih, 9353 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- ICI, **Mutual Funds Fact Book 2007**, ICI (Investment Company Institute) Washington, DC, 2008.
- İMKB, Halka Arz İstatistikleri, İstanbul, 2008.
- İMKB Kotasyon Yönetmeliği**, (24 Haziran 2004 Tarihli T.C. Resmi Gazete, Sayı: 25502)
- Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliği**, Bakanlar Kurulu Karar Tarihi - No : 02/10/1984 - 84/8581, Dayandığı Kanun Tarihi - No : 03/10/1983 - 91 KHK, Yayımlandığı Resmi Gazete Tarihi - No : 06/10/1984 – 18537
- Seri: I, 26 Numaralı **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar** Tebliği (15.11.1998, 23524 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- Seri: IV, 27 Numaralı **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği** (13 Kasım 2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete).
- Seri: V, 34 Numaralı **Araç Kurumlarının Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar** Tebliği (26.6.1998, 23384 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- Seri: XI, 1 Numaralı **Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliği** (29.1.1986, 20064 sayılı T.C. Resmi Gazete).
- Seri: XI, 1 Numaralı **Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar** Tebliği (29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete).
- SPK 2008 Yılı Aylık İstatistik Bülteni
- SPK, “İzinsiz Halka Arzlara İlişkin Açıklama”, **İzinsiz Halka Arzlar**, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Ankara, Ekim 2001, s. 5.
- SPK, 2007 Yılına Ait Borsa Şirketlerinin İstatistik Verileri, Ankara, 2008.
- SPK, **Ekonomik Gelişmeler Raporu**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007/2.
- SPK, **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği**, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Ankara, 1998.
- World Federation of Exchanges (WFE), December 2007.